



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

# Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

## **Integrated Reporting ed Earnings Calls: Circolo Virtuoso o Benchmarking?**

### **Relatore**

Ch. Prof. Marco Fasan

### **Correlatore**

Ch. Prof. Ernesto Bagarotto

### **Laureando**

Nicolò Tinebra

Matricola: 844181

### **Anno Accademico**

**2018/2019**



# INDICE

|  |           |
|--|-----------|
| <b>INDICE</b> .....  | <b>3</b>  |
| <b>CAPITOLO 1: LA RENDICONTAZIONE FINANZIARIA VS NON FINANZIARIA</b> .....                     | <b>8</b>  |
| <b>1.1 La rendicontazione finanziaria, AR</b> .....  | <b>10</b> |
| <b>1.2 La rendicontazione non finanziaria, l'evoluzione verso l'Integrated Reporting</b> ..... | <b>16</b> |
| <b>1.1.1 Corporate Social Responsibility</b> .....   | <b>16</b> |
| <b>1.1.2 Global Reporting Initiative</b> .....   | <b>19</b> |
| <b>1.3 L'Integrated Reporting</b> .....  | <b>21</b> |
| <b>1.4 I Capitali nel Framework</b> .....  | <b>26</b> |
| <b>1.4.1 Capitale Finanziario</b> .....  | <b>26</b> |
| <b>1.4.2 Capitale Produttivo</b> .....   | <b>27</b> |
| <b>1.4.3 Capitale Intellettuale</b> .....  | <b>27</b> |
| <b>1.4.4 Capitale Umano</b> .....  | <b>27</b> |
| <b>1.4.5 Capitale Sociale e Relazionale</b> .....  | <b>27</b> |
| <b>1.4.6 Capitale Naturale</b> .....   | <b>28</b> |
| <b>1.5 Principi guida</b> .....  | <b>30</b> |
| <b>1.5.1 Focus Strategico</b> .....  | <b>31</b> |
| <b>1.5.2 Connettività</b> .....  | <b>32</b> |
| <b>1.5.3 Relazioni con gli stakeholder</b> .....   | <b>35</b> |
| <b>1.5.4 Materialità</b> .....   | <b>36</b> |
| <b>1.5.5 Sinteticità</b> .....   | <b>38</b> |
| <b>1.5.6 Attendibilità e completezza</b> .....   | <b>38</b> |
| <b>1.5.7 Coerenza e comparabilità</b> .....  | <b>39</b> |
| <b>1.6 Il contenuto</b> .....  | <b>40</b> |
| <b>1.6.1 Presentazione dell'organizzazione e dell'ambiente esterno</b> .....                   | <b>40</b> |
| <b>1.6.2 Governance</b> .....  | <b>41</b> |
| <b>1.6.3 Modello di business</b> .....   | <b>42</b> |
| <b>1.6.4 Rischi e opportunità</b> .....  | <b>42</b> |
| <b>1.6.5 Strategia e allocazione delle risorse</b> .....                                       | <b>43</b> |
| <b>1.6.6 Performance</b> .....   | <b>43</b> |
| <b>1.6.7 Prospettive</b> .....   | <b>43</b> |
| <b>1.6.8 Base di preparazione e presentazione</b> .....  | <b>44</b> |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>CAPITOLO 2: L'ANALISTA FINANZIARIO E LE CONFERENCE CALLS .....</b> | <b>45</b> |
| <b>2.1 La figura dell'analista finanziario .....</b>                  | <b>45</b> |
| <b>2.1.1 Le fonti utilizzate .....</b>                                | <b>48</b> |
| <b>2.2 Le conference calls .....</b>                                  | <b>55</b> |
| <b>2.2.1 Il contenuto delle conference calls .....</b>                | <b>56</b> |
| <br>  |           |
| <b>CAPITOLO 3: ANALISI EMPIRICA SU UN CAMPIONE DI AZIENDE.....</b>    | <b>58</b> |
| <b>3.1 Premessa.....</b>  | <b>58</b> |
| <b>3.2 Obiettivi e domande di ricerca .....</b>                       | <b>59</b> |
| <b>3.3 Campione selezionato e metodologia di ricerca .....</b>        | <b>63</b> |
| <b>3.4 Risultati e discussione .....</b>                              | <b>69</b> |
| <br>  |           |
| <b>CONCLUSIONE.....</b>   | <b>75</b> |
| <br>  |           |
| <b>BIBLIOGRAFIA.....</b>  | <b>77</b> |
| <br>  |           |
| <b>SITOGRAFIA.....</b>  | <b>84</b> |
| <br>  |           |
| <b>TABELLE .....</b>  | <b>85</b> |
| <br>  |           |
| <b>APPENDICE.....</b>   | <b>88</b> |
| <b>Appendice A: CAMPIONE "IR Companies" .....</b>                     | <b>88</b> |
| <b>Appendice B: CAMPIONE "Non-IR Companies" .....</b>                 | <b>92</b> |

## **ABSTRACT**

La precedente letteratura sull'Integrated Reporting (IR) ha messo in risalto l'importanza dell'adozione dello stesso da parte delle aziende dimostrandolo strumento in grado di offrire una buona visione di breve, medio e lungo periodo, e che permette di migliorare la precisione degli analisti sulle previsioni effettuate sugli utili.

Questa tesi di laurea vuole contribuire ad analizzare le potenzialità dell'IR indagando sul reale utilizzo di questo strumento di reportistica su due campioni di imprese: quelle che già lo adottano e quelle che ancora non hanno preso in considerazione le sue potenzialità.

È stato verificato se le informazioni contenute nell'IR siano state utilizzate dalle aziende e dagli analisti durante le earnings conference calls, indipendentemente dal fatto che il reporting sia stato adottato o meno.

Mentre è evidente che gli analisti che seguono le società che adottano l'IR siano interessati ad avere sempre più informazioni aggiornate e dettagliate riguardo le tematiche IR (Circolo Virtuoso) ci si dovrebbe aspettare che anche gli analisti che seguono le società che non adottano l'IR, dovrebbero essere interessati ad avere ugualmente informazioni su tematiche IR, in considerazione della sua rilevanza in termini di valore (Benchmarking).

I nostri risultati empirici supportano e fortificano l'idea che l'IR sia attualmente il miglior strumento in grado di fornire informazioni rilevanti per gli investitori.

## **Introduzione**

Recenti esperienze hanno dimostrato che gli stakeholder sono sempre più attenti alle tematiche ambientali e sociali.

Ne consegue che un'impresa del ventunesimo secolo, seppur capace di realizzare beni e servizi di qualità in grado di soddisfare i bisogni dei consumatori, possa avere difficoltà ad ottenere buone performance economico-finanziarie nel medio-lungo periodo se la stessa non risulti sensibile ed orientata a tutelare l'ambiente e la collettività operando in modo socialmente responsabile.

Risulta quindi evidente che le imprese che inseriscono tra i propri valori fondanti anche l'impegno "etico" possano implementare in modo efficace la Corporate Governance, traendone un vantaggio competitivo.

Nonostante quanto sopra è tuttavia necessario mettere in evidenza che vi sono molte imprese che non possiedono una Corporate Governance, capace di garantire un funzionamento snello ed efficiente, ed allo stesso tempo in grado di assicurare una rendicontazione trasparente, ad azionisti e stakeholder, sull'operato degli organi di governo, di gestione e di controllo societari e che non hanno ancora recepito che il valore aziendale non risulta più essere legato alle sole performance finanziarie, ma che alla sua creazione partecipano, con un certo peso, anche tutti quei fattori non finanziari riguardanti temi ambientali e sociali.

Considerando l'importanza di poter comunicare a tutti gli stakeholders il valore non finanziario aziendale è stato necessario, in questi ultimi decenni, sviluppare differenti tipologie di rendicontazione.

L'ultima innovazione, frutto di un processo evolutivo dei precedenti strumenti di rendicontazione, è l'Integrated Reporting.

L'integrated Reporting, a differenza delle altre tipologie di reportistica, si pone l'obiettivo di diventare uno strumento fondamentale per il processo decisionale del board aziendale.

L'idea della tesi nasce dal voler contribuire ad analizzare le potenzialità dell'Integrated Reporting indagando sul reale utilizzo di questo strumento di reportistica.

In particolare, è stata esaminata l'attenzione da parte degli analisti finanziari verso le tematiche dell'Integrated Report, analizzando i loro comportamenti durante le conference calls con le imprese.

## **CAPITOLO 1: LA RENDICONTAZIONE FINANZIARIA VS NON FINANZIARIA**

Tutte le aziende ogni anno si ritrovano ad affrontare un momento importante, un momento in cui provano a dipingere il ritratto di sé stesse, grazie all'ausilio di vari strumenti di rendicontazione.

Questo sforzo è necessario per capire e mettere in risalto la situazione aziendale utile non solo al board dell'azienda allo scopo di analizzare gli eventuali punti di forza e di debolezza in un'ottica prospettica, ma anche a tutti gli stakeholders esterni all'azienda, che potrebbero essere interessati ad investire o a stringere accordi commerciali.

Lo strumento più antico, divenuto poi obbligatorio per legge, principe della comunicazione aziendale è senza dubbio il bilancio annuale.

Tutte le aziende di medie e grandi dimensioni lo utilizzano ancora oggi come unico o più importante sistema di comunicazione verso l'esterno, investendo molte risorse ogni anno nella sua redazione.

Il bilancio annuale, quello che nel nostro immaginario è un insieme di numeri e tabelle di difficile comprensione ai più, nel tempo ha cambiato nome ed è comunemente chiamato anche in Italia "annual report" utilizzando la terminologia anglosassone come d'altronde nella maggior parte dei termini ed acronimi tecnici non solo economici.

L'annual report non è più solo un documento contabile considerando che pur rimanendo sempre strettamente legato alla tipologia di rendicontazione finanziaria ed ai suoi principi, è ormai correlato da innumerevoli pagine contenenti, oltre che a numeri e tabelle, fotografie, grafici anche da testi che descrivono l'azienda e la raccontano a tutti gli stakeholders enfatizzandone gli aspetti di maggior interesse allo scopo di attirarne l'attenzione.

L'obiettivo è sicuramente quello di esplicitare il significato di freddi numeri che il più delle volte non rendono bene l'idea del reale valore aziendale.



Al fianco della rendicontazione finanziaria, è nata nel tempo quella non finanziaria.

Il motivo è individuabile in un bisogno del mercato, nato in seguito ai mutamenti socio-economici iniziati nel secolo scorso.

La globalizzazione, lo sviluppo economico-sociale, il progresso tecnologico, le problematiche ambientali e climatiche hanno portato le imprese, ma anche gli investitori ed i consumatori, a tenere sempre più in considerazione e a ricercare assiduamente una crescita globale sostenibile (Proto e Supino 2009).

Tra la fine del secolo scorso e l'inizio di questo sono state create varie tipologie di reportistiche complementari all'annual report, senza peraltro che nessuna di queste è sia riuscita a sostituirsi allo stesso.

Si pensi ad esempio all'Environmental Reporting o al successivo Sustainability Reporting, ma sarebbe possibile elencarne moltissimi altri, che hanno visto limitata la loro applicazione poiché non è stata regolamentata e resa obbligatoria una specifica forma di reportistica non finanziaria e, di conseguenza, ogni impresa si è ritenuta libera di scegliere la forma di rappresentazione che ha ritenuto più calzante con il proprio utilizzo.

Essenzialmente queste reportistiche non finanziarie si pongono l'obiettivo di comunicare all'esterno il valore aziendale senza utilizzare, o in minima parte, la complessità del bilancio espresso nell'annual report.

## **1.1 La rendicontazione finanziaria, AR**

L'annual report è un documento, obbligatorio nella maggior parte delle giurisdizioni e in molte di esse, tra cui l'Italia, è richiesto anche il deposito dello stesso in un luogo fisico preposto.

Nella nostra giurisdizione il deposito va effettuato presso il registro delle imprese nella quale ha sede l'impresa.

La Consob, per le sole società quotate in borsa, ha stabilito la possibilità di visionarlo anche sul sito aziendale e questo per obblighi di pubblicità. Tale documento ha lo scopo di fornire a shareholders e stakeholders tutte le informazioni che riguardano le attività economiche, finanziarie e patrimoniali della società, conseguite dall'impresa nel periodo appena concluso.

Come noto, il bilancio societario è in grado di fornire una buona fotografia del passato, ma ha una scarsa capacità ad offrire ai suoi lettori una visione prospettica del business dell'azienda.

Si tratta per lo più di dati a consuntivo. Questa tipologia di reportistica rimane ancorata ad un orizzonte di breve termine e difficilmente riesce a far percepire l'orizzonte di medio/lungo termine.

Risulta quindi necessario che il board aziendale si interroghi, durante la sua redazione, su quali siano i lettori del report, imprimendo, ai dati che si ha intenzione di evidenziare e comunicare, una maggior importanza.

Per rendere più facile ai lettori questo complesso documento, negli ultimi anni sono state utilizzate tecniche grafiche per mettere in risalto numeri o operazioni che l'azienda ha intenzione di intraprendere.

Gli annual reports che riescono a trasmettere un tono ottimistico sono spesso associati a commissioni di audit più basse, indicando che il tono, lo stile ed adeguate tecniche per mettere in risalto positivamente le strategie aziendali sono sicuramente fattori che i revisori considerano nella valutazione del rischio di audit (Bicudo de Castro, Vincent, et al. 2019).

Il bilancio incluso nell'annual report, come già esposto, è un utile strumento sia per fini interni, sia per fini esterni.

Mentre per i fini interni all'impresa tale tipologia di reportistica non presenta nessun vincolo legislativo, e potrebbe quindi assumere una forma più snella e libera per facilitarne la comprensione immediata affinché possa essere utilizzata dal board e dal management al fine di prendere decisioni strategiche; per i fini esterni all'impresa, tale strumento è regolamentato dal Legislatore per garantire alcuni criteri di informazione, e pubblicità e uniformità con i bilanci di altre imprese, in modo tale che possano essere confrontati efficacemente.

La normativa civilistica stabilisce, con gli articoli 2423 e seguenti, l'obbligatorietà della redazione del bilancio con una precisa forma per le società di capitali e la pubblicazione presso il registro delle imprese. Tale obbligo assolve alla funzione di pubblicità-notizia.

L'omissione del deposito dei documenti previsti dal legislatore, secondo l'articolo 2630 del codice civile, prevede una sanzione amministrativa pecuniaria.

Il bilancio d'esercizio non è obbligatorio soltanto a fini civilistici, ma risulta obbligatorio anche per fini tributari, per consentire l'annuale dichiarazione dei redditi, infatti costituisce la base di partenza per calcolare l'IRES, l'imposta sul reddito delle società.

Il codice civile stabilisce, per quanto riguarda la forma, che il bilancio d'esercizio-sia costituito da:

- - stato patrimoniale;
- - conto economico;
- - rendiconto finanziario;
- - nota integrativa.

Ognuno di questi documenti deve essere redatto con una certa forma e avere un contenuto specifico previsto dal codice civile.

In aggiunta a tali documenti, l'articolo 2428 del codice civile dispone che il bilancio d'esercizio deve essere accompagnato da un documento informativo, la relazione sulla gestione, redatto dagli amministratori della società che contiene un'analisi sull'andamento della gestione e sulla situazione dell'azienda.

Tale relazione ha l'obiettivo di mettere in evidenza prima di tutto l'ambito ed il settore in cui opera l'azienda, ponendo l'attenzione sui costi, ricavi ed investimenti.

Devono essere contenute anche le attività di ricerca e sviluppo, gli obiettivi aziendali, i rischi attuali e futuri a cui l'azienda è esposta.

È possibile omettere la relazione sulla gestione a determinate condizioni elencate nell'art. 2435 bis per le imprese che hanno facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata.

La redazione del bilancio è obbligatoria anche per le società di persone e per le imprese individuali poiché imposto dalla normativa fiscale.<sup>1</sup>

Sempre secondo la normativa fiscale viene stabilito che queste società debbano redigere il bilancio secondo l'art. 2217 del codice civile.

Ai fini della ricerca quest'ultimo tipo di società non è rilevante, poiché l'Integrated Report, pur non essendoci limitazioni, è stato adottato per lo più da aziende o gruppi di aziende di elevate dimensioni quotate in borsa.

Queste tipologie di imprese, per le loro dimensioni e caratteristiche, sono soggette ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

I principi contabili internazionali sono stati creati con il fine di armonizzare e sviluppare i sistemi contabili dei vari Paesi, in un'ottica di superamento dei principi contabili nazionali quale, per l'Italia (OIC).

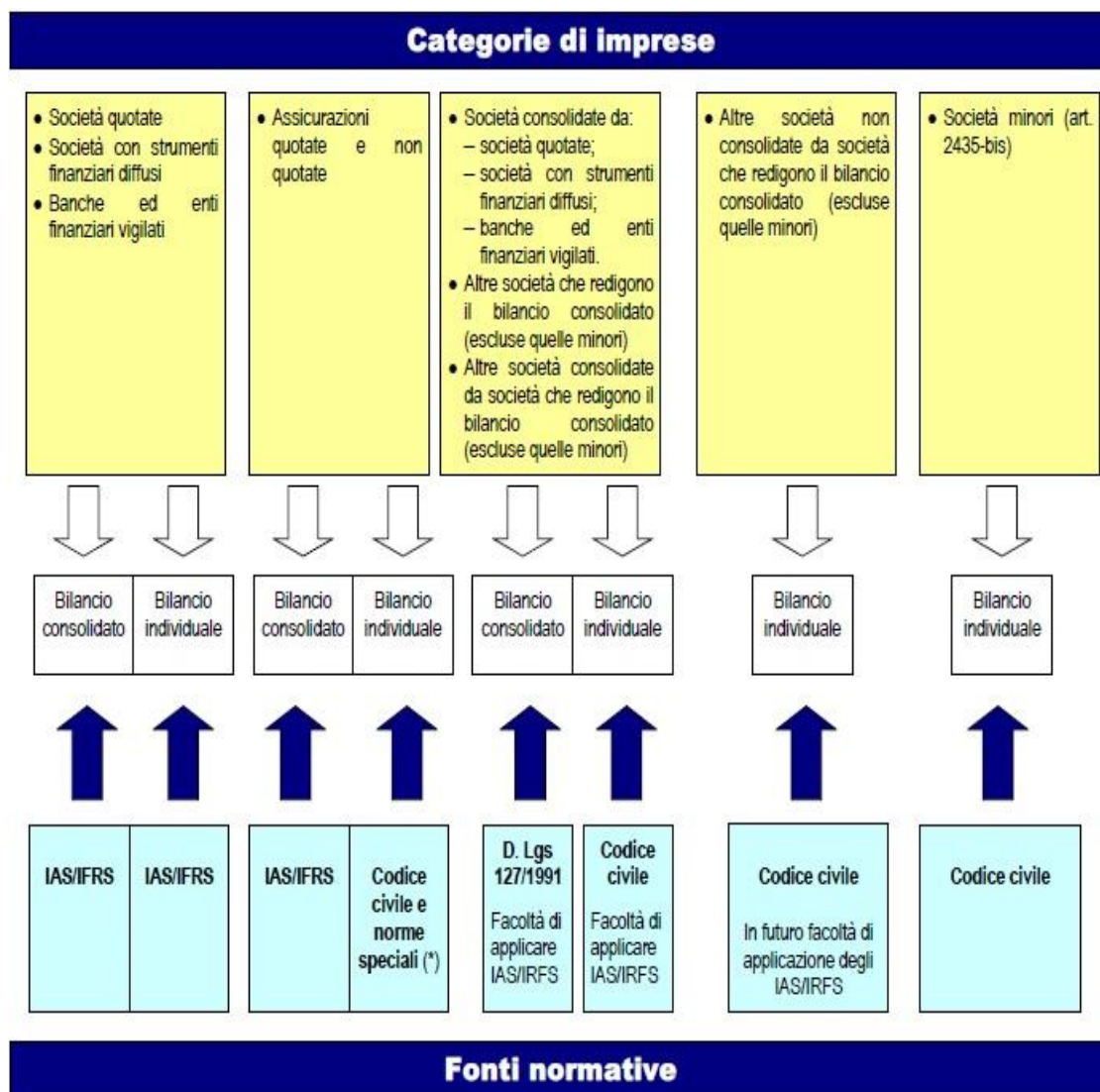
Il decreto legislativo 38/2005 individua le imprese obbligate, aventi la facoltà o quelle che non possono redigere il bilancio d'esercizio secondo la normativa internazionale.

Nella seguente figura vengono specificate tali imprese.

---

<sup>1</sup> DPR 600/73, art. 15

**Figura 1: Le categorie d'impresе tenute a seguire gli IAS/IFRS**



(\*) IAS obbligatori nella redazione del bilancio individuale per le assicurazioni quotate che non redigono il bilancio consolidato.

Fonte: Cerbioni F., Cinquini L., Sostero U. (2006), Contabilità e bilancio, seconda edizione, McGraw-Hill

Secondo i principi IAS/IFRS il Financial Statement devono essere redatti e presentati i seguenti documenti previsti dallo IAS 1:

- Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria
- Prospetto dell'utile (perdita) d'esercizio e delle altre componenti di conto economico complessivo
- Prospetto delle variazioni di patrimonio netto
- Rendiconto finanziario
- Note al bilancio

In aggiunta a questi documenti obbligatori, viene raccomandata la stesura della Relazione degli amministratori.

Lo IAS 1 per la redazione del bilancio prevede l'utilizzo di schemi liberi con un contenuto minimale, tuttavia tali minori informazioni presentate nello Stato Patrimoniale e Conto Economico, vengono compensate dalla scelta di una più ampia e organica stesura delle note al bilancio. In considerazione della libertà degli schemi, al fine di aiutare ed indirizzare le imprese verso una stesura ottimale, i principi contabili internazionali forniscono anche alcuni esempi di applicazione.

**Figura 2: Componenti e schemi di Bilancio. Le differenze a confronto IAS/IFRS vs NORMATIVA ITALIANA**

|                                   | <b>IAS/IFRS</b>   | <b>NORMATIVA INTERNA</b>  |
|-----------------------------------|---|---|
| <b>COMPONENTI DEL BILANCIO</b>    | <p>Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria, Prospetto dell'utile (perdita) d'esercizio e delle altre componenti di conto economico complessivo, Prospetto delle variazioni di patrimonio netto, Rendiconto finanziario, Note al bilancio</p> <p>+<br/>si raccomanda di redigere la relazione degli amministratori</p> | <p>Stato Patrimoniale, Conto Economico, Rendiconto Finanziario, Nota Integrativa</p> <p>+<br/>Il Bilancio <b>deve</b> essere corredato della Relazione sulla gestione</p> |
| <b>SCHEMI DI BILANCIO</b>         | <p>Schemi liberi, con contenuto minimo da rispettare per il Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria e per Prospetto dell'utile (perdita) d'esercizio e delle altre componenti di conto economico complessivo</p>  | <p>Schemi obbligatori di Stato patrimoniale e Conto Economico</p>   |
| <b>CLASSIFICAZIONE DELLE VOCI</b> | <p>Per natura o per funzione;<br/>Per scadenza</p>  | <p>Obbligatoriamente per natura</p>   |

Fonte: propria elaborazione

## **1.2 La rendicontazione non finanziaria, l'evoluzione verso l'Integrated Reporting**

Per arrivare a parlare dell'Integrated Reporting è opportuno volgere lo sguardo indietro per osservare le motivazioni e l'evoluzione delle più importanti reportistiche che hanno caratterizzato la fine del secolo precedente e l'inizio del nuovo secolo, portando le aziende ad integrare la rendicontazione finanziaria obbligatoria dell'annual report con tipologie di rendicontazione di tipo non finanziario.

### **1.1.1 Corporate Social Responsibility**

La Corporate Social Responsibility, definita con acronimo CSR, riguarda tutte le decisioni etiche che le imprese assumono nella pianificazione delle strategie aziendali con riguardo alla totalità degli stakeholders.

Le imprese, sia di piccole che di grandi dimensioni, che operano manifestando la volontà di porre attenzione sull'impatto sociale e l'eticità delle loro azioni, sono quelle che vengono etichettate come imprese socialmente responsabili.

Già a partire dagli inizi del secolo scorso, nel 1928, Pioneer Investments, un'importante società di investimenti finanziari, iniziava a eseguire i primi investimenti etici.

Tuttavia, il concetto innovativo di CSR è possibile attribuirlo a Robert Edward Freeman che nel 1984 ne diede una sua interpretazione nel suo saggio intitolato "Strategic Management: A Stakeholder Approach"<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Freeman R.E. (1984), Strategic Management: a Stakeholder approach, Pitman, Boston



Negli anni molteplici analisti e le stesse imprese hanno potuto osservare i benefici dell'adozione di sistemi interni progettati al fine di operare in modo etico e sostenibile.

La richiesta partiva senza dubbio dal mercato che ha saputo premiare, anche in termini di quotazioni azionarie, le aziende che si sono prodigate nel raggiungere ottimi risultati in termini di CSR.

Nel 2009 Bloomberg, in considerazione della maggiore sensibilità ed attenzione degli investitori alle informazioni non finanziarie, inserì nel proprio database gli ESG (Environmental, Social and Governance).

L'Unione Europea, solo nel 2001, definisce la Corporate Social Responsibility come un atto volontario, ovvero come: *"integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate."*<sup>3</sup>

Il 25 ottobre 2011 con la comunicazione n. 681, la Commissione Europea, rielabora il concetto di CSR superando la definizione raccolta nel Libro Verde:<sup>4</sup>

**(EN)**

«The responsibility of enterprises for their impacts on society.»

**(IT)**

«La responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società.»

---

<sup>3</sup> Libro Verde: Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese, Commissione Europea 18/7/2001

<sup>4</sup> Commissione Europea, Bruxelles, 25.10.2011 COM(2011) 681 definitivo.

Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. Strategia rinnovata dell'ue per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese.

Alle aziende non era sufficiente operare in modo sostenibile per essere apprezzate dal mercato, così un passaggio fondamentale fu l'elaborazione di una tipologia di reportistica idonea a trasferire le informazioni di CSR intraprese dalle imprese a tutti gli stakeholders.

Il report di sostenibilità contiene numerose informazioni riguardo le performance e l'impatto delle azioni intraprese dal punto di vista economico, sociale, ambientale e di governance ed è un documento volontario.

Dal punto di vista sociale si evidenziano i risultati del welfare interno all'azienda (best practice lavorative, benefits per i dipendenti), ma anche esterno all'azienda (tramite eventi e operazioni filantropiche per la comunità).

Dal punto di vista ambientale vengono inserite informazioni quali il raggiungimento di obiettivi volti a minimizzare le esternalità negative dovute ai processi produttivi aziendali (ad esempio l'abbassamento dei valori PM 2,5, PM 10, CO2; l'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, l'uso parsimonioso di acqua).

Dal punto di vista della governance, mettendo in luce il fatto che le politiche di sostenibilità intraprese dal management sono direttamente collegate alle strategie aziendali.

L'SR, nonostante sia una tipologia di reportistica più recente ed innovativa a confronto con l'annual report, non ha suscitato una elevata fiducia negli investitori. Questo è dipeso dal fatto che, in prima istanza le informazioni non finanziarie non vengono collegate alle informazioni finanziarie, in seconda istanza che i report risultano spesso volte troppo lunghi e di difficile lettura per l'elevata quantità di informazioni, ed inoltre che la tendenza è di informare gli stakeholder presentando solo determinate informazioni appositamente selezionate assistendo conseguentemente ad un fenomeno di *greenwashing*<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Il Greenwashing è il tempo e denaro che spende un'azienda in pubblicità e marketing affermando che i suoi prodotti e servizi sono ecologici (quando in realtà, non lo sono!). In altre parole il greenwashing è

### **1.1.2 Global Reporting Initiative**

Il Global Reporting Initiative, è un'organizzazione internazionale indipendente che ha aperto la strada al reporting di sostenibilità nel 1997.

L'obiettivo del GRI è sensibilizzare le imprese ed i governi mondiali su questioni di sostenibilità al fine di consentire alle stesse il compimento di azioni reali per migliorare i benefici economici, sociali ed ambientali per tutti.

Questo attraverso un nuovo Bilancio di sostenibilità che possa avere il rigore del Bilancio d'esercizio.

Per comprendere appieno quanto appena menzionato ed il progetto dell'organizzazione è utile osservare la mission e la vision della stessa:

*"Our Mission is:*

*To empower decisions that create social, environmental and economic benefits for everyone.*

*Our Vision is:*

*A thriving global community that lifts humanity and enhances the resources on which all life depends."*<sup>6</sup>

L'organizzazione fu fondata a Boston nel 1997 dal CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies).

In quegli anni era sentita l'esigenza di ricercare gli Standard di rendicontazione per tutti quegli intangibles non finanziari che gli stakeholders cominciavano a richiedere.

Successivamente il GRI, in collaborazione con A4S (Accounting for Sustainability Project)<sup>7</sup>, il 2 Agosto 2010 crearono IIRC (International

---

l'atto di fare affermazioni false o fuorvianti sui benefici ambientali di un prodotto, servizio, tecnologia, eccetera.

<sup>6</sup> Tratto dal sito: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

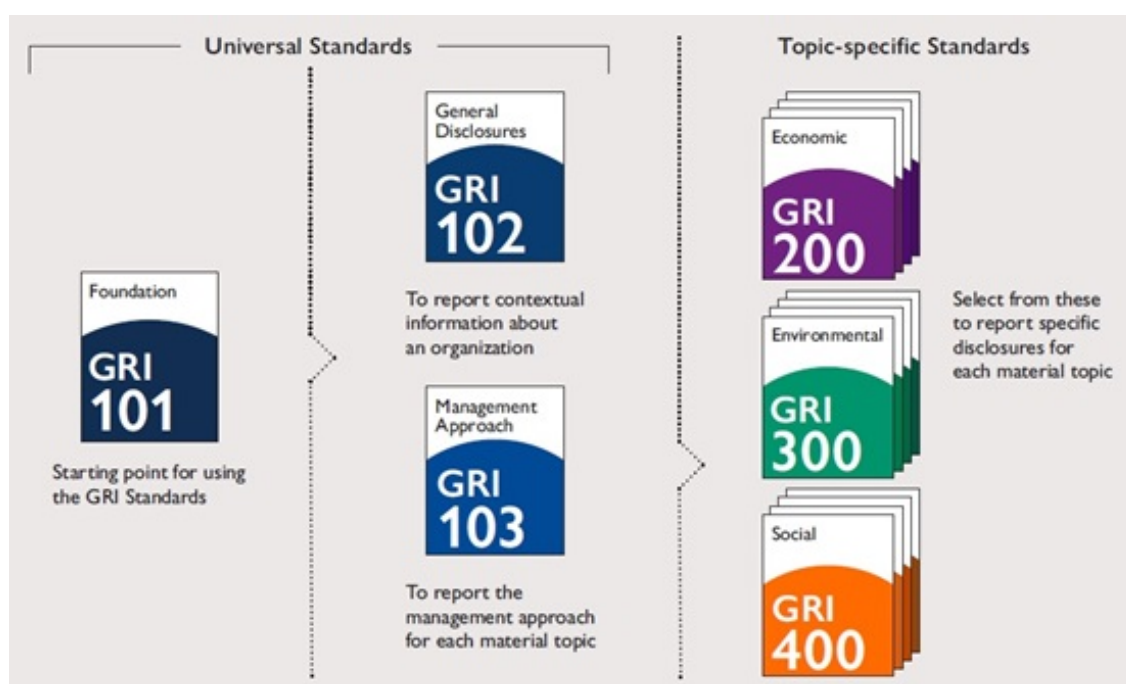
<sup>7</sup> Tratto dal sito Accountig for Sustainability: Il Prince's Accounting for Sustainability Project (A4S) è stato istituito da HRH, il Principe del Galles nel 2004. A4S mira a ispirare l'azione dei leader finanziari

Integrated Reporting Council) con l'obiettivo di diffondere la nuova tipologia di reportistica, definita "integrata", oggetto di questa trattazione.

Il GRI ha elaborato una serie di standard, all'interno del *Sustainability Reporting Framework*.

La prima parte è dedicata agli Standards universali utili a comprendere la struttura del report e le linee guida per la stesura delle informazioni sull'organizzazione e sull'approccio del management sulle tematiche riguardanti la sostenibilità, la seconda regola specifici topic, in campo sociale, ambientale ed economico.

**Figura 3: GRI Standards**



Fonte: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

---

per guidare un cambiamento fondamentale verso modelli di business resilienti e un'economia sostenibile, attraverso tre obiettivi: Ispirare i leader finanziari ad adottare modelli di business sostenibili e resilienti; Trasformare il processo decisionale finanziario per consentire un approccio integrato, riflettendo le opportunità e i rischi posti dalle questioni ambientali e sociali; Aume

L'ultima evoluzione delle linee guida emanate dal GRI per la redazione del Bilancio di sostenibilità è il modello G4.

Tuttavia, per il GRI non risulta importante collegare tutte le informazioni derivanti da tali standard, fattore invece essenziale nella redazione di un Integrated Report, prodromico all'individuazione di tutti gli aspetti di sostenibilità che uniti a quelli economici evidenziano la creazione del valore aziendale.

Uno degli elementi distintivi del GRI è l'utilizzo di un approccio multi-stakeholder, che permette di soddisfare le esigenze sia dei creatori dei report, le aziende, sia di tutti gli utenti che usufruiscono di tali report. Viene ricercato il maggior consenso possibile prendendo in considerazione gli interessi di qualsiasi parte interessata, dalle imprese ai governi, dagli investitori agli accademici.

### **1.3 L'Integrated Reporting**

L'IR è frutto del lavoro di un ente chiamato IIRC (International Integrated Reporting Council), composto da: vari policy maker, investitori, aziende, professionisti operanti nel settore della contabilità e ONG.

Tutti questi soggetti credono che la comunicazione sulla creazione del valore debba essere il futuro del reporting aziendale, con l'obiettivo di superare i limiti finanziari del Annual Report e quelli non finanziari del Sustainability Report.

*"Mission:*

*The IIRC's mission is to establish integrated reporting and thinking within mainstream business practice as the norm in the public and private sectors.*

*Vision:*

*The IIRC's vision is to align capital allocation and corporate behaviour to wider goals of financial stability and sustainable development through the cycle of integrated reporting and thinking.*<sup>8</sup>

È stato creato un vero e proprio Framework Internazionale con lo scopo di porre le fondamenta per il reporting aziendale futuro.

Tale Framework, tuttavia, non individua una scaletta precisa che le imprese devono seguire per redigere il report, si è, piuttosto, dinnanzi ad una serie di Principi Guida che determinano il contenuto che l'IR deve avere per assurgere a essere un report efficace, ma con uno schema del tutto libero.

Questo rende questa tipologia di reportistica difficilmente confrontabile.

Allo stato attuale l'IR risulta essere uno strumento facoltativo, aggiuntivo all'AR, tranne che in Sud Africa.

L'IIRC, per dimostrare ed esplicitare le differenze esistenti con le altre tipologie di reportistica esistenti, ha formulato una precisa definizione:

*"Un report integrato è una comunicazione sintetica che illustra come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione consentono di creare valore nel breve, medio e lungo periodo nel contesto in cui essa opera."* (IIRC 2013)

Allo stesso modo è stato individuato lo scopo principale di tale report ed i suoi principali fruitori:

*"Lo scopo principale di un report integrato consiste nel dimostrare ai fornitori di capitale finanziario come un'organizzazione è in grado di creare valore nel tempo."* (IIRC 2013)

---

<sup>8</sup> Tratto dal sito: [www.integratedreporting.org](http://www.integratedreporting.org)

L'IR a differenza delle altre tipologie di reportistica, si pone l'obiettivo di diventare uno strumento fondamentale per il processo decisionale del board aziendale.

Il pensare integrato con prospettive non solo di breve e medio periodo, ma soprattutto di lungo periodo, fa sì che tale tipologia di reportistica sia elemento trainante della sostenibilità finanziaria riducendo gli sprechi di capitali e allo stesso tempo allocandoli più efficientemente.

Le capacità che le imprese dovranno raggiungere per riuscire a mettere in risalto il proprio valore aziendale, secondo IIRC sono:

- la sinteticità;
- l'orientamento al futuro;
- la connettività di informazioni e capitali, con le reciproche interdipendenze.

Nella tabella sottostante è possibile notare le differenze tra le diverse tipologie di reportistiche analizzate fino ad ora.

## Figura 4: Annual Report vs Sustainability Report vs Integrated Report

**Table 3.3** Annual, sustainability and integrated reports main features

|                          | Annual reports   | Sustainability reports   | Integrated reports   |
|--------------------------|--|--|--|
| Target                   | Specific stakeholders (shareholders and investors)         | Several stakeholders (social and environmental perspective)          | Primarily providers of financial capital                             |
| Mandatory/voluntary      | Mandatory  | Voluntary (with some exceptions: Denmark, Sweden, France)            | Voluntary (with some exceptions: South Africa)                       |
| Regulation or guidelines | National and international laws and GAAP (or IAS/IFRS)     | Global reporting initiative (GRI)                                    | IIRC framework   |
| Comparability            | High   | Medium   | Low  |
| Industry customization   | Low  | Medium (Sector supplements)  | High   |
| Assurance level          | High   | Low  | Low  |
| Scope                    | Financial reporting entity (company or group of companies) | Broader than financial reporting entity (supply chain, LCA approach) | Broader than financial reporting entity (supply chain, LCA approach) |

Fonte: Fasan M., «Annual reports, sustainability reports and integrated reports: trends in corporate disclosure», capitolo del libro di Busco «Integrated reporting», pag.50

La creazione del Framework la si deve anche ad un *Pilot Programme* istituito ad ottobre 2011 dall'IIRC, nel quale più di 100 imprese, con sede nei vari paesi del mondo, hanno aderito all'iniziativa per cercare di capire i benefici e le potenzialità di questa nuova tipologia di reportistica.



Grazie alle imprese che hanno partecipato al *Pilot Programme* è stato possibile analizzare e migliorare le linee guida, i principi e i contenuti per redigere un IR<sup>9</sup>.

Il *Pilot Programme* ha avuto il suo corso nel settembre 2014.

I risultati ottenuti hanno permesso di concludere il progetto con successo e inoltre tra le varie imprese che hanno partecipato al programma si è creato un *Network* che ha permesso loro di condividere e migliorare le loro doti di stesura dell'IR attraverso la partecipazione a forum e conferenze.

Le imprese che hanno partecipato al progetto, essendo state le prime, hanno potuto beneficiare di un vantaggio competitivo in termini di visibilità per aver intrapreso un percorso innovativo.

Inoltre l'IIRC, per le nuove imprese che avessero intenzione di redigere un IR, ha istituito un Business Network, composto da tutte le imprese che si sono adoperate per inserire l'IR nella loro reportistica aziendale, dando così la possibilità alle nuove di ricevere un aiuto durante la stesura.

L'accesso permette di essere guidati nella redazione dell'IR, ottenendo in aggiunta risorse chiave quali l'accesso alle informazioni cruciali degli investitori, o la possibilità di dialogare con gli stessi, partecipare ad eventi che permettono di essere riconosciuti come leader nella rendicontazione aziendale oltre al fatto che la stessa organizzazione IIRC si pone l'obiettivo di premiare e presentare le aziende che hanno redatto i migliori IR.

---

<sup>9</sup> <http://www.theiirc.org/companies-and-investors/>, 30 Luglio 2013. Come sottolineato da Paul Druckman, CEO dell'IIRC, "We call the Pilot Programme our "innovation hub"- made up of people who want to push the boundaries just a little bit further, to challenge, or at least question orthodox thinking, and to acknowledge the importance of reporting to the way our organizations think and behave".

Tutto ciò è necessario per perseguire l'obiettivo dell'IIRC, ossia dimostrare che un report integrato è in grado di portare il capitale ad un costo inferiore ed al contempo aumentare le performance aziendali.

## **1.4 I Capitali nel Framework**

Ogni organizzazione per funzionare ha bisogno di stock di capitale.

Ne esistono di vari tipi, e oltre a quello finanziario, nel Framework viene inserito quello produttivo, intellettuale, umano, sociale e relazionale e naturale.

Come sappiamo l'IR non richiede che i capitali vengano suddivisi e valutati distintamente, proprio per la sua natura di essere un pensiero integrato.

A ragione di ciò basti pensare a come i capitali siano fortemente collegati tra loro.

Se un'organizzazione investe molto per la formazione dei suoi dipendenti, crescerà il capitale produttivo futuro ma diminuirà quello finanziario, si assiste, in pratica, ad una sorta di trasformazione dei capitali.

Di seguito la trattazione dei sei capitali inseriti nel Framework.

### **1.4.1 Capitale Finanziario**

Si tratta di un insieme di fondi che derivano da indebitamenti con le banche, aumenti di capitale, utili generati dall'attività operativa.

Tali fondi servono a coprire i fabbisogni dell'organizzazione quali la produzione di prodotti o la creazione di servizi.

### **1.4.2 Capitale Produttivo**

Comprende tutti gli oggetti fisici, ossia le immobilizzazioni che un'organizzazione possiede e utilizza per produrre beni e servizi.

Si pensi agli edifici, ai macchinari, impianti e attrezzature.

### **1.4.3 Capitale Intellettuale**

Consiste in tutti quei beni di tipo immateriale, ossia in tutti quei beni non tangibili che fanno parte de capitale organizzativo (quali le conoscenze, i sistemi, le procedure ed i protocolli) e il valore della conoscenza (dato da brevetti, software, diritti e licenze).

### **1.4.4 Capitale Umano**

Comprende l'insieme delle competenze e capacità ed esperienze degli individui che operano all'interno dell'organizzazione.

Generalmente questo tipo di capitale viene accresciuto tramite corsi di formazione di varia natura (corsi di aggiornamento per migliorare le capacità tecniche, piuttosto che corsi per migliorare le qualità di leadership, oppure semplici condivisioni di valori per incrementare la coesione tra le persone).

### **1.4.5 Capitale Sociale e Relazionale**

Si tratta di tutte le relazioni che l'organizzazione crea con la società, la capacità di condividere informazioni per migliorare il benessere di ogni soggetto.

Può essere implementato grazie all'utilizzo di regole condivise, codici etici, ma anche attraverso il proprio marchio e la reputazione nell'immaginario della collettività.

#### **1.4.6 Capitale Naturale**

Esso riguarda tutte le risorse ambientali, rinnovabili e non, necessarie alla produzione di beni e servizi (come l'acqua, l'aria, la terra, i minerali, il petrolio e le foreste), nonché tutte le biodiversità e integrità dell'ecosistema.

Questi capitali sono impiegati dall'organizzazione come input, ma successivamente sono trasformati in output, ossia beni e servizi, attraverso l'operatività aziendale.

È bene precisare che non tutti i tipi di capitali sono presenti e rilevanti in tutte le organizzazioni.

Tuttavia, sono stati inseriti nel Framework, come linea guida per le organizzazioni che dovranno tenere conto dell'esistenza anche di altri capitali, oltre a quello finanziario, per la creazione del valore aziendale nel breve, medio e lungo periodo.

I capitali devono essere osservati nel loro insieme per ottenere una visione prospettica e di crescita, come scriveva White A.L. (2010)<sup>10</sup> con riferimento all'amministrazione dei capitali.

In conclusione, è possibile affermare che nell'ottica dell'IR risulta di fondamentale importanza riconoscere le interdipendenze tra i vari capitali e non l'analisi del singolo.

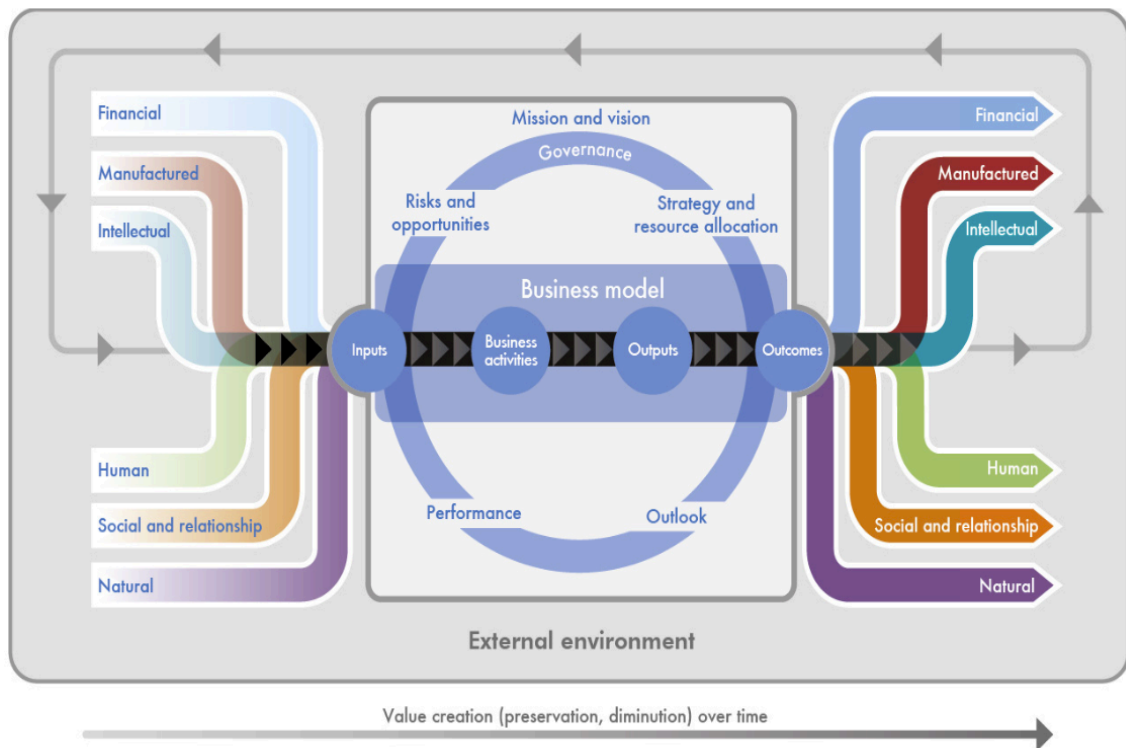
---

<sup>10</sup> *“the preservation and enlargement of multiple forms of capital, all of which contribute to long-term value creation by the firm”*

### 1.4.7 Il processo di creazione del valore

I sei capitali appena citati, in aggiunta alla governance, alla mission e vision dell'azienda, al modello di business adottato e all'ambiente esterno formano il processo di creazione del valore secondo il Framework.

**Figura 5: il processo di creazione del valore**



Fonte: The International IR Framework

L'ambiente esterno raffigura il contesto ambientale e socio-economico in cui opera l'azienda.

La mission e la vision, ormai indispensabili per qualsiasi tipologia di business che voglia essere di lungo periodo, individuano in modo conciso lo scopo ed il fine dell'intera organizzazione.

Ogni operazione effettuata dal management aziendale deve sempre confrontarsi con tali entità che indicano la strada da percorrere rispecchiando l'essenza dell'azienda, cioè le ragioni fondative della stessa.

Le componenti di governance, attraverso la loro capacità di supervisionare l'azienda nel suo insieme, con precisi ed efficaci sistemi di controllo di gestione, servono a creare un ambiente ottimale a supporto della creazione del valore.

Ovviamente il fulcro di tutta l'organizzazione è il modello di business, necessario allo svolgimento di tutte le attività aziendali, a partire dall'utilizzo dei capitali, i quali formano i vari input che una volta sottoposti a trasformazione diventano output (beni e servizi).

Il modello di business, a differenza della mission e della vision che rimangono le stesse per tutta la vita dell'impresa, deve avere la capacità di adattarsi al contesto in cui si trova, e in alcuni casi essere totalmente stravolto, pur di mantenere l'azienda competitiva in un'ottica di lungo periodo.

## **1.5 Principi guida**

Un Report Integrato, come esposto nei precedenti paragrafi, deve essere predisposto secondo determinati Principi Guida, i quali delineano le modalità con cui vengono presentate le informazioni.

Questa caratteristica lascia particolare flessibilità a colui che redige il report e allo stesso tempo non consente la facile confrontabilità tra

report provenienti da differenti organizzazioni, approccio tipico del modello anglosassone, *principle based*<sup>11</sup>.

Risulta quindi essere particolarmente in contrasto con la rigidità degli schemi obbligatori previsti per l'AR, che invece proprio per le loro similitudini strutturali e contenutistiche, offrono ai propri lettori la possibilità di agile confronto.

Nonostante ciò, l'obiettivo del IR rimane quello di essere uno strumento flessibile, ma allo stesso tempo preciso nelle informazioni che divulga. La rilevanza dell'informazione è una delle caratteristiche principali dell'IR (a differenza degli altri report di sostenibilità), che unita alla completezza e concisione del testo, portano tale report ad assumere connotazioni equilibrate tra flessibilità e rigidità, finalizzato alla comparazione delle informazioni essenziali.

### **1.5.1 Focus Strategico**

L'IR si pone l'obiettivo di informare in modo dettagliato gli stakeholder sulle strategie adoperate dalle aziende, le quali influiscono primariamente sulla capacità di creare valore nel breve, medio e lungo periodo.

La strategia deve essere individuata dal board aziendale il quale deve porsi dei quesiti per individuare gli obiettivi e il modo in cui raggiungerli.

Successivamente si dovrà domandare se l'organizzazione sia riuscita o meno a raggiungere gli obiettivi prefissati e quali variazioni in termini di capitali siano stati ottenuti<sup>12</sup>.

Considerando sempre le varie fasi temporali è necessario predisporre un'analisi dell'ambiente esterno, sugli effetti della strategia che impatteranno sull'organizzazione e sugli strumenti a disposizione.

---

<sup>11</sup> Fasan M. (2017), Lo stato dell'arte del corporate reporting: Integrated Reporting, pp. 17-30

<sup>12</sup> IIRC (2013), *The International <IR> Framework*, p. 16 43

Sono tutte informazioni necessarie ai manager aziendali e da inserire all'interno dell'IR, che si discosta dal semplice report, diventando un vero e proprio strumento utile al processo decisionale.

Il focus strategico non racchiude solo la scelta strategica del management, l'allocazione delle risorse e un piano prospettico, ma deve necessariamente allargare il suo raggio d'azione anche su riflessioni riguardo il modello di business, i rischi e le opportunità derivanti dal mercato.

A tal proposito il management deve interrogarsi su quali siano le modalità con cui l'azienda è in grado di soddisfare i propri e altrui interessi nel breve, medio e lungo periodo, valutando le capacità potenziali dell'organizzazione e le proprie performance, anche tramite l'esame di esperienze passate, con la finalità di determinare un nuovo assetto strategico per il futuro.

Di fondamentale importanza risulta l'aver un chiaro prospetto di quali siano gli input aziendali (i capitali), poiché questi concorrono al raggiungimento degli obiettivi strategici, nonché alla creazione di valore.

### **1.5.2 Connettività**

"An integrated report should show a holistic picture of the combination, interrelatedness and dependencies between the factors that affect the organization's ability to create value over time"<sup>13</sup>.

Come espresso da tale definizione, la connettività risulta essere uno tra i principi cardine su cui si fonda l'intero report integrato, e su cui probabilmente basa la propria diversità rispetto alle altre tipologie di reportistica.

---

<sup>13</sup> IIRC (2013), *The International <IR> Framework*, p. 34



Attraverso la connettività delle informazioni si individuano tutte quelle connessioni causa-effetto che portano ad una visione completa della realtà aziendale.

Se tali informazioni fossero individuate e studiate singolarmente, porterebbero solo a misurazioni degli stock di capitale senza tuttavia valutare le possibili sinergie e interrelazioni esistenti.

Nella determinazione della creazione del valore, la somma di tutte le variabili prese singolarmente, senza ombra di dubbio, risulta essere inferiore alla somma delle variabili prese congiuntamente.

Il framework individua il pensare integrato come utile strumento per trarre una maggior consapevolezza delle capacità aziendali nel processo di analisi e in quello decisionale e per questo motivo è stato creato un elenco di forme di connettività delle informazioni al fine di aiutare le imprese ad individuare questo nuovo metodo di analisi:

- Il contenuto, ossia tutte le informazioni riferite all'azienda riportate nel report;
- Un' ampio arco temporale, che comprenda azioni compiute nel passato, ma anche quelle presenti e future. L'analisi del passato-presente, può talvolta offrire informazioni utili a valutare il presente-futuro;
- i capitali, che con le loro interdipendenze generano un maggior valore aziendale
- informazioni di tipo finanziario e non finanziario
- informazioni di tipo qualitativo e quantitativo
- Informazioni gestionali, quelle derivanti dalla governance e quelle presentate agli stakeholder
- Tutte le informazioni incluse nell'IR e tutte quelle presentate sotto altra forma.

Tuttavia, rimangono alcune perplessità in merito alla misurabilità di alcuni capitali e quindi la difficoltà a trarne dei valori oggettivi.

Basti pensare alla relazione già esposta nei precedenti paragrafi riguardante il capitale umano e quello finanziario.

Pensando ad esempio ad un'impresa che investe il proprio denaro per la formazione dei propri dipendenti assisteremo, come già visto nello studio dei capitali, ad una trasformazione dei capitali con conseguente creazione di valore.

L'intento del manager è sicuramente quello di ottimizzare questo processo di trasformazione, individuando il miglior programma di formazione che a parità di costo permette di massimizzare il know-how della forza lavoro.

Purtroppo non è così semplice, poiché mentre esiste un preciso strumento per misurare i flussi di cassa risulta difficile misurare il capitale umano poiché esistono moltissimi KPI (Key Performance Indicator) e selezionare quelli idonei risulta un'impresa impegnativa e comunque molto soggettiva.

Non meno importante è il lasso di tempo da prendere in esame per le misurazioni dei capitali non finanziari, poiché un corso di formazione difficilmente produce i suoi effetti nel medesimo tempo in cui viene svolto, più probabilmente sarà rilevante nel medio termine.

In ogni caso, è possibile affermare che la connettività viene raggiunta ad un buon livello se il report viene redatto con un'esposizione logica e chiara dei propri contenuti.

Deve risultare un testo fruibile a tutti e quindi privo di gergo tecnico; in tal modo è possibile recuperare le varie informazioni contenute in esso rapidamente, con la prospettiva che le informazioni possano essere riutilizzate e l'analizzate anche in futuro.

### 1.5.3 Relazioni con gli stakeholder

Le relazioni con gli stakeholder risultano essere di vitale importanza per le organizzazioni, poiché il valore non viene creato solo al proprio interno, ma soprattutto grazie alle relazioni con l'esterno.

Molti studiosi già nel secolo scorso hanno cercato di quantificare il reale valore di tali relazioni.

Berman et al. (1999), a tal proposito hanno studiato la relazione tra le performance finanziarie delle imprese e le relazioni instaurate con gli stakeholder<sup>14</sup>.

Similmente anni dopo, Barnett, M. L. (2007), ma come lui tanti altri studiosi, ha studiato l'interrelazione tra stakeholder e la loro capacità di influire sui ritorni finanziari <sup>15</sup>

Questa tematica è stata molto discussa dalla dottrina soprattutto in campo di CSR (Corporate Social Responsibility).

Morsing, M., & Schultz, M. (2006) hanno studiato la figura dello stakeholder nel processo decisionale di un'impresa, constatando che i manager per migliorare la posizione competitiva a livello di CSR, devono informare, rispondere e sviluppare strategie per i propri stakeholder<sup>16</sup>.

Da qui anche il report integrato è necessario che fornisca informazioni dettagliate con riguardo alle relazioni instaurate con i propri stakeholder chiave, specificandone i loro interessi legittimi, le esigenze, ma anche le modalità con cui si risponde ad essi.

Ciò non significa che un'organizzazione debba prendere in considerazione tutti gli interessi specifici di ciascun stakeholder, poiché

---

<sup>14</sup> Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management journal*, 42(5), 488-506.

<sup>15</sup> Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of management review*, 32(3), 794-816.

<sup>16</sup> Morsing, M., & Schultz, M. (2006). Corporate social responsibility communication: stakeholder information, response and involvement strategies. *Business ethics: A European review*, 15(4), 323-338.

questo risulterebbe un lavoro lungo e molto probabilmente improduttivo.

Tuttavia, è sempre opportuno ascoltare le necessità del mercato traendo utili informazioni sulle tematiche che risultano essere più sensibili, quali l'ambiente e la società, per sviluppare e valutare nuove strategie identificando le tendenze.

#### **1.5.4 Materialità**

"An integrated report should disclose information about matters that substantively affect the organization's ability to create value over the short, medium and long term"<sup>17</sup>.

Il report integrato richiede che vengano individuati e trattati solo gli aspetti rilevanti, distintivi della capacità aziendale di creare valore nel breve, medio e lungo periodo.

L'individuazione delle informazioni rilevanti non implica che esse siano solo positive, infatti è necessario avere un atteggiamento di sincerità nei confronti della stessa azienda e anche nei confronti di tutti gli stakeholder e per questo motivo devono essere inserite anche le informazioni negative.

Per lo stesso motivo non si fanno distinzioni tra le informazioni finanziarie e quelle non finanziarie, la mancanza di queste ultime minerebbe l'essenza dello stesso IR.

La materialità espressa dall'IR richiama un altro principio dell'IR, la sinteticità. Questo poiché le informazioni contenute nel report, per essere in rilievo, hanno bisogno di un testo scritto in modo chiaro e conciso.

---

<sup>17</sup> IIRC (2013), *The International <IR> Framework*, p. 18

Testi lunghi porterebbero senza dubbio ad un probabile offuscamento degli aspetti rilevanti sia positivi ma soprattutto, poco cari ai manager, di quelli negativi, oltre al fatto che potrebbe risultare ridondante e di difficile comprensione per i lettori.

Il Framework prevede un processo di determinazione della materialità attraverso una chiara scaletta:

- 1) Identificare gli aspetti rilevanti
- 2) Valutare l'importanza di tali aspetti ai fini della creazione di valore
- 3) Creare una classifica in base alla loro rilevanza
- 4) Decidere quali informazioni rilasciare in merito a tali aspetti

La materialità, insieme alla connettività, risulta essere un principio cardine del report integrato e tuttavia risente di alcuni problemi applicativi specialmente per quanto riguarda i contenuti non financial difficilmente quantificabili.

Riprendendo il caso del capitale umano risulta difficile quantificare la crescita di know-how in seguito ad un corso di formazione mentre invece risulterà facile quantificare l'informazione financial relativa al costo del relativo corso di aggiornamento.

È possibile attribuire un valore oggettivo ad un aspetto non finanziario? La difficoltà di reperire un valore oggettivo aumenta col fatto che tale bene rilevante per il report non viene scambiato sul mercato e quindi non assume un valore economico.

Queste valutazioni hanno sicuramente una certa soglia di soggettività, dovuta al fatto che non è ancora stata trovata una misura comune a tutti.

Una seconda problematica è l'individuazione del soggetto per cui è rilevante quel determinato aspetto.

A chi è rivolto il report tra i tanti stakeholder che lo leggeranno?

Ogni interlocutore ha infatti dei bisogni e delle aspettative differenti dall'organizzazione che redige il report.

L'IIRC ha assunto una posizione ben precisa a riguardo.

Il report finanziario deve essere indirizzato prevalentemente ai fornitori di capitale finanziario, ossia gli investitori.

### **1.5.5 Sinteticità**

Un report integrato si contraddistingue per la sua sinteticità.

Questo principio è stato pocanzi descritto in applicazione al principio della materialità.

Il report deve seguire una struttura logica, e attraverso la connettività delle informazioni si deve cercare di limitare le ripetizioni.

L'essere sintetico non presuppone l'utilizzo di gergo tecnico, che potrebbe risultare di difficile comprensione per coloro che sono esterni all'organizzazione.

### **1.5.6 Attendibilità e completezza**

L'attendibilità delle informazioni è una caratteristica imprescindibile di qualunque tipologia di reportistica che assurga a diventare riferimento per la collettività. Tuttavia, l'IIRC ha ritenuto opportuno specificare il tipo di attendibilità richiesta dalle informazioni inserite nel report.

Le tre caratteristiche per ottenere un IR attendibile sono: l'affidabilità delle informazioni contenute in esso, l'obiettività delle stesse e l'assenza di errori materiali.

Gli aspetti materiali contenuti in un report integrato possono essere sia positivi sia negativi, avendo come solo obiettivo il rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione aziendale.

Come si garantisce l'attendibilità delle informazioni? Un sistema di controllo interno efficace, coadiuvato da verifiche esterne indipendenti, può aiutare il management e gli amministratori a individuare le informazioni da includere, in modo obiettivo, ossia imparziale, e al contempo riducendo la possibilità di inserire aspetti con errori materiali.

Sempre per la necessità di informare con totale trasparenza gli stakeholder, un report integrato deve essere completo di tutte le informazioni chiave, anche difficilmente reperibili, poiché più costose in termini finanziari e temporali. Questo per il semplice fatto che tali aspetti chiave sono rilevanti per l'intero business e quindi utili sia all'azienda sia ai vari stakeholder. L'unica perplessità riguarda l'eventuale vantaggio competitivo che i competitors possono ottenere da un report integrato scritto diligentemente. L'organizzazione non deve ignorare l'eventuale vantaggio competitivo fornito, tuttavia l'obiettivo principale, ossia i soggetti a cui è rivolto, rimangono gli investitori.

### **1.5.7 Coerenza e comparabilità**

Gli ultimi principi del Framework riguardano la coerenza e la comparabilità del report.

La coerenza viene raggiunta attraverso l'utilizzo di una base temporale coerente.

La comparabilità grazie ad una forma scritta che consenta il confronto del report con le altre organizzazioni.

Entrambi gli aspetti sono utili all'organizzazione per poter usare in propri dati come benchmark per valutazioni future, interne o esterne all'organizzazione, ma sempre finalizzate alla creazione del valore nel tempo.

## **1.6 Il contenuto**

Oltre ai Principi Guida un report integrato include otto Contenuti, i quali sono rigorosamente collegati fra loro e infatti possono essere anche presentati contemporaneamente:

- Presentazione dell'organizzazione e dell'ambiente esterno;
- Governance;
- Modello di Business;
- Rischi e opportunità;
- Strategia e allocazione delle Risorse;
- Performance;
- Prospettive;
- Base di preparazione e presentazione.

### **1.6.1 Presentazione dell'organizzazione e dell'ambiente esterno**

Un report integrato deve contenere le informazioni generali dell'organizzazione:

Chi è? Cosa fa? Dove opera?

Una qualsiasi organizzazione per rimanere competitiva sul mercato, deve avere una propria linea di pensiero, che va ben oltre lo svolgere mere operazioni di produzione di beni e di servizi quotidianamente.

È necessario che l'azienda ponga le sue fondamenta su ideali solidi e lungimiranti quali una visione e una missione.

Tali concetti oltre a imprimere una certa unicità all'organizzazione, faranno sì che nel tempo possa modellare le sue forme, produrre nuovi beni e servizi rimanendo ancorata ai motivi per cui è stata creata.



Questo poiché l'organizzazione deve costantemente interfacciarsi con il mutamento dell'ambiente esterno dato da:

- contesto politico;
- contesto ambientale;
- contesto sociale;
- fermento dei mercati;
- competitors che costantemente creano nuovi beni e servizi sostituiti;
- nonché dal suo posizionamento all'interno della catena del valore.

### **1.6.2 Governance**

All'interno del report deve essere riportata la struttura di governance dell'organizzazione e come essa opera per creare valore nel breve, medio e lungo periodo.

Viene definita in prima istanza la struttura della leadership, la quale avvalora l'organizzazione nel caso di personalità con ampie competenze tecniche e migliora la capacità e la precisione decisionale in caso di diversity (diversi background) degli stessi componenti della governance.

In seconda istanza vengono descritti i processi che il management utilizza per prendere le decisioni rilevanti, i meccanismi per affrontare le problematiche che sorgono, nonché la propensione all'innovazione.

### **1.6.3 Modello di business**

Il modello di business è il cuore dell'impresa, il sistema utilizzato per trasformare i capitali da input ad output, con l'obiettivo di raggiungere gli obiettivi prefissati.

Per creare un modello di business è indispensabile porsi tre domande: A Chi? Cosa? Come?

L'organizzazione deve domandarsi qual è il target di riferimento, gli stakeholder che usufruiscono dei beni e servizi prodotti.

Successivamente cosa produrre per tali individui, quindi con quali input creare determinati output.

Ed infine deve trovare un modo per fornire tali prodotti al suo mercato di riferimento e quindi l'individuazione del canale di vendita.

Un valido strumento utilizzato a livello internazionale ormai da anni per analizzare, creare o ridisegnare il proprio modello di business è sicuramente il Canvas Business Model<sup>18</sup>.

### **1.6.4 Rischi e opportunità**

Riprendendo la famosa analisi SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats), è possibile affermare che il report integrato, con questo contenuto, pone la sua attenzione sull'individuazione, all'esterno dell'impresa, dei rischi e delle opportunità.

L'analisi approfondita su tali rischi e ed opportunità serve a comprendere come questi influiranno nella creazione del valore nel breve, medio e lungo periodo.

---

<sup>18</sup> <https://www.businessmodelcanvas.it>

### **1.6.5 Strategia e allocazione delle risorse**

Un report integrato deve esplicitare quali siano gli obiettivi strategici e le modalità con cui si intende raggiungerli.

Questo contenuto è strettamente legato al modello di business e alle capacità di governance dell'organizzazione nell'allocare efficacemente le proprie risorse. Inoltre, gli obiettivi da raggiungere si intrecciano anche con i rischi e le opportunità che l'azienda incontra nel proprio cammino.

Da non escludere nell'analisi di una buona strategia, ed elemento distintivo, è la propensione all'innovazione da parte del management e la sensibilità dello stesso alle dinamiche politiche, ambientali e sociali.

### **1.6.6 Performance**

Un report integrato deve contenere informazioni qualitative e quantitative riguardo il raggiungimento degli obiettivi prefissati, in termini di effetti sui capitali.

È necessario individuare ed analizzare le performance aziendali passate e presenti per poter valutare le prospettive future, in relazione agli effetti sui vari capitali, ai bisogni degli stakeholder, tenendo in considerazione, a livello quantitativo, anche dei rischi e delle opportunità incontrate.

### **1.6.7 Prospettive**

Un report integrato è prima di tutto rivolto al futuro e di conseguenza tutte le informazioni inserite al suo interno devono confrontarsi con eventuali sfide o incertezze che l'ambiente esterno riserverà

all'organizzazione e con le quali la stessa dovrà inesorabilmente confrontarsi.

È necessario valutare gli effetti derivanti da sfide future e analizzare la strumentazione a disposizione per affrontarle.

Nel caso non fosse sufficiente, implementarla riflettendo anche su possibili modifiche strutturali dell'organizzazione e del suo modello di business.

Tutto ciò deve essere sempre basato su aspettative realistiche, materiali.

### **1.6.8 Base di preparazione e presentazione**

Un report integrato deve anche descrivere tutta la procedura effettuata per arrivare alla presentazione di tale documento:

- Una descrizione del processo che ha portato a rilevare gli aspetti importanti da inserire nel report, ossia la materialità.
- Una descrizione del perimetro del report individuando i rischi, le opportunità e i risultati ottenuti specificando in che modo sono stati presi in considerazione di alcuni aspetti piuttosto che altri;
- Una descrizione dei metodi utilizzati per valutare gli aspetti materiali, ad esempio nel caso di aspetti non finanziari attraverso l'uso di quali KPI.

## **CAPITOLO 2: L'ANALISTA FINANZIARIO E LE CONFERENCE CALLS**

Nel capitolo precedente si è parlato dell'evoluzione degli strumenti di rendicontazione adottati dalle aziende fino ad arrivare all'ultima innovazione, l'Integrated Reporting.

In questo capitolo si affronteranno due tematiche fondamentali per lo svolgimento e la comprensione del terzo e ultimo capitolo.

Verrà esaminata in primo luogo la figura dell'analista finanziario e in secondo luogo si affronterà il tema delle conference calls e la loro rilevanza nei processi decisionali degli stessi analisti e degli investitori.

### **2.1 La figura dell'analista finanziario**

L'elevata dinamicità del mercato odierno e la necessità degli investitori di ottenere informazioni precise ed in tempi celeri per assumere decisioni importanti, ha richiesto la formazione di figure professionali che sapessero rispondere loro in modo rapido, comprensibile ed esaustivo.

L'analista finanziario è un professionista altamente specializzato nelle materie economico-finanziarie che, attraverso la propria esperienza professionale, ha il compito di valutare e analizzare aziende e investimenti in prodotti finanziari.

Il soggetto che ricopre tale ruolo, deve essere in grado di sintetizzare una quantità innumerevole di dati in un breve report da lui redatto.

Può essere richiesta la sua consulenza per svariati motivi, quali:

- le valutazioni aziendali;
- l'elaborazione di rating sul mercato di credito (credit rating);
- le stime sugli utili;
- raccomandazioni di investimento.

È possibile schematizzare il processo valutativo compiuto dall'analista attraverso la struttura sequenziale *input-modello di analisi-output* (Bertinetti et al., 2009) e quindi nelle seguenti fasi:

- Input, nella quale il compito dell'analista è quello di elaborare le molteplici informazioni, presenti e passate, fornite dal soggetto che ha commissionato il lavoro implementate con proprie indagini di mercato settoriali e macro-economiche;  
L'analista, considerando l'enorme mole di lavoro, può avvalersi della collaborazione di giovani figure professionali, quali lo junior analyst, che coadiuva nell'organizzazione dei documenti e dei dati prima della fase valutativa;
- Una successiva fase caratterizzata dal modello di analisi, ossia la scelta dell'opportuno metodo di valutazione in relazione all'oggetto da analizzare;
- Output, in cui l'analista redige un report nel quale offre una valutazione sulle prospettive aziendali, effettua delle previsioni sugli utili di breve, medio e lungo periodo, emette un target price e una raccomandazione di investimento.

La dottrina ha individuato tre specializzazioni riguardanti la figura dell'analista finanziario (Bertinetti et al., 2009):

- Sell-side analyst, coloro che svolgono tipicamente la funzione di broker ed investment bank, offrendo ai propri clienti servizi quali brokering, corporate finance, investment banking, security analysis;
- Buy-side analyst, che offrono i propri servizi ad investitori istituzionali, che hanno come compito quello di analizzare i prodotti finanziari da proporre ai clienti come investimento;
- Infine, gli analisti indipendenti, i quali lavorano per conto proprio.

Il giudizio di rating rilasciato dagli analisti finanziari non è da confondere con quello rilasciato dalle società di rating.

Gli analisti agiscono al fianco degli investitori azionari, con lo scopo di aiutarli negli investimenti azionari sulla base del portafoglio e del capitale del cliente, emettendo infine un giudizio di rating sulla qualità dell'investimento, mentre le società di rating sono soggetti che "esprimono pareri sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario"<sup>19</sup>, quali obbligazioni o operazioni di cartolarizzazione.

Le agenzie di rating non emettono giudizi per promuovere operazioni di investimento, bensì valutano la probabilità di insolvenza di un emittente, rilasciando un valore sintetico che racchiude semplicisticamente le innumerevoli informazioni acquisite e valutazioni compiute.

Una delle funzioni principali dell'attività dell'analista è la riduzione delle asimmetrie informative tra l'azienda e gli investitori, nonché una riduzione dei problemi di agenzia tra manager e azionisti. Infatti, la figura dell'analista, attraverso l'analisi approfondita di tutte le dinamiche aziendali, minimizza il comportamento opportunistico dei manager, finalizzato alla massimizzazione della propria utilità (raggiungimento di obiettivi, performance) a spese della salute aziendale e quindi degli azionisti (Boubakri & Bouslimi, 2016; Bowen et al., 2008; Lang et al., 2004).

Bushman (1989) identifica due possibili ruoli di analisti: intermediari e fornitori di informazioni.

Secondo Lobo et al (2012), se gli analisti sono principalmente intermediari dell'informazione, il flusso principale di informazioni va dall'azienda agli analisti, che elaborano le informazioni e le trasmettono al mercato dei capitali.

---

<sup>19</sup> Comunicazione 2006/C 59/02 della Commissione Europea sulle agenzie di rating del credito, n.2.1., nella Gazzettaufficiale dell'Unione europea.

In un simile contesto una migliore divulgazione delle imprese significa che l'analista ha un rapporto più prezioso da vendere e la domanda di analisti aumenterà.

Se gli analisti sono meramente fornitori di informazioni, la qualità superiore della divulgazione di un'impresa nel tempo, andrà a creare una situazione in cui, la stessa, si sostituirà agli analisti e, conseguentemente, si ridurrà la domanda aggregata dei loro servizi.

### **2.1.1 Le fonti utilizzate**

Nel paragrafo precedente, è stato brevemente descritto il processo di analisi degli analisti finanziari rappresentato da un modello input-modello di analisi-output.

In questo paragrafo andremo ad individuare le fonti che gli analisti utilizzano per trarre il maggior numero di informazioni rilevanti al fine di redigere il proprio report valutativo.

Gli analisti nei loro report non si limitano a esprimere un giudizio sulla base dei soli dati finanziari, derivanti dall'annual report, ma oggigiorno sono sempre più alla ricerca di informazioni non-finanziarie.

Questa necessità è frutto della complessa composizione del valore economico delle imprese, le quali, da uno studio effettuato sulle imprese quotate in S&P 500 dalla società OceanTomo (2015), nel corso degli anni non sono più valutabili solo attraverso un'approfondita analisi delle fonti finanziarie, o tangible assets, ma il loro valore è diventato pressochè interamente derivante da intangible assets come è possibile osservare nella figura 6.

All'interno di quest'ultima categoria di assets, sono presenti tutte quelle fonti di valore non espresse nel bilancio d'esercizio: licenze e brevetti, avviamento non iscritto e tutti quei fattori di responsabilità



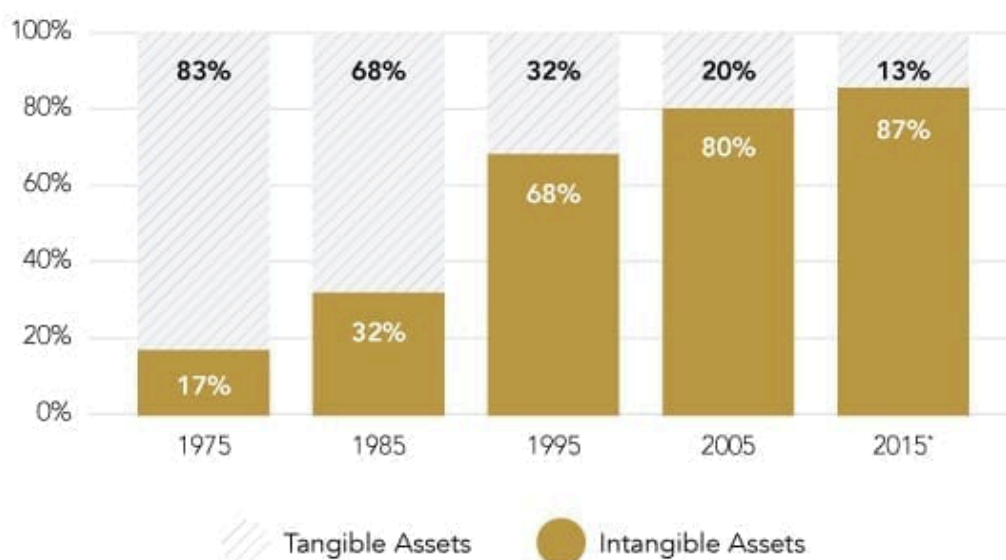
sociale di impresa riguardanti il rapporto dell'impresa con l'ambiente e la società, ma anche in relazione al trattamento del personale, al rispetto dei diritti umani e alle conseguenti politiche adottate dalla governance.

Tutte queste informazioni sono in grado di aumentare notevolmente il valore aziendale.

Per quest'ultimo motivo, e per una maggiore trasparenza nei confronti di tutti gli stakeholder, le informazioni non finanziarie sono state poi definite dalla direttiva 2014/95/UE la quale ha specificato il concetto di CSR (Corporate Social Responsibility) per consentire un miglioramento della comunicazione delle informazioni sociali ed ambientali da parte delle imprese.

**Figura 6: Composizione del valore economico delle imprese**

### COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



Fonte: OceanTomo, 2015

La direttiva sopra citata, al punto 3 dispone quanto segue:

*"il Parlamento europeo ha riconosciuto l'importanza della comunicazione, da parte delle imprese, di informazioni sulla sostenibilità, riguardanti ad esempio i fattori sociali e ambientali, al fine di individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori. In effetti, la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario è fondamentale per gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente. In tale contesto, la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario contribuisce a misurare, monitorare e gestire i risultati delle imprese e il relativo impatto sulla società. Il Parlamento europeo ha pertanto invitato la Commissione a presentare una proposta legislativa sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario da parte delle imprese, che preveda un'elevata flessibilità di azione al fine di tenere conto della natura multidimensionale della responsabilità sociale delle imprese (RSI) e della diversità delle politiche in materia di RSI applicate dalle imprese, garantendo nel contempo un livello sufficiente di comparabilità per rispondere alle esigenze degli investitori e di altri portatori di interesse, nonché alla necessità di assicurare ai consumatori un facile accesso alle informazioni relative all'impatto delle imprese sulla società."*<sup>20</sup>

In seguito, è stata condotta nel 2015 un'indagine dalla società Radley Yeldar, commissionata dal GRI e dal A4S, su un campione di 35 analisti,

---

<sup>20</sup> DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, del 22 ottobre 2014, punto 3).

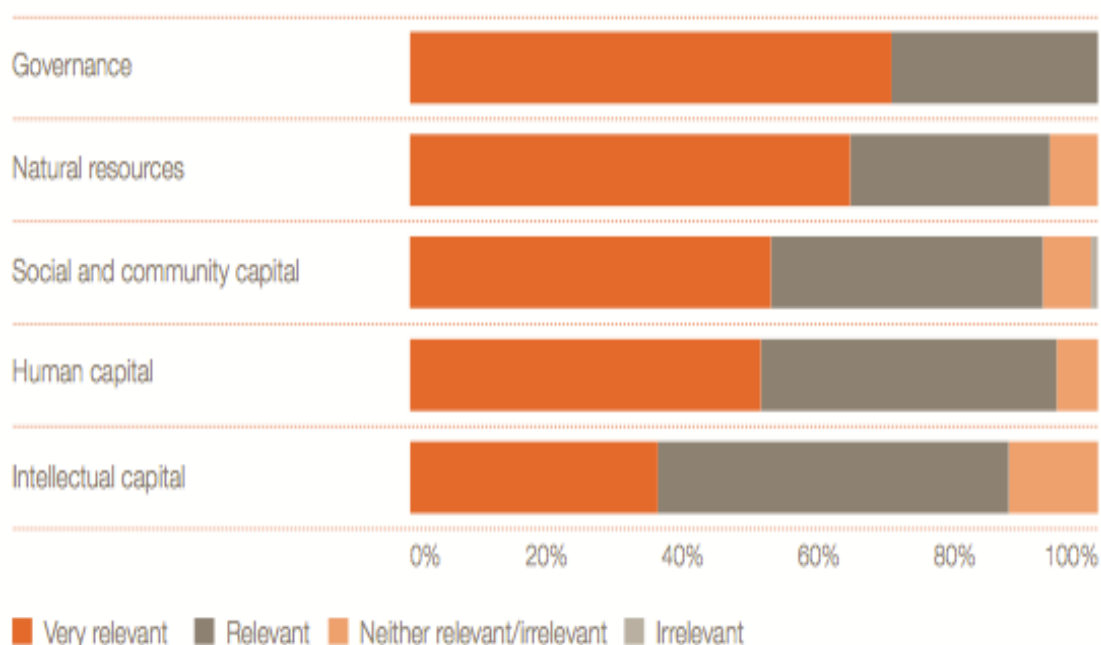
per comprendere se reputassero importanti le informazioni non finanziarie ai fini delle loro valutazioni.

Le ricerche effettuate sono successivamente confluite nell'IIRC e nello stesso GRI.

I risultati di tale studio evidenziano per l'80% degli analisti intervistati, che le informazioni riguardanti tematiche non finanziarie risultano essere molto rilevanti o comunque rilevanti al fine della stesura del loro report.

In particolar modo è interessante osservare (Figura 7) che gli analisti diano più importanza alle tematiche legate alla Governance e alle risorse ambientali, mentre seguono per importanza le informazioni attinenti al capitale sociale, al capitale umano e a quello intellettuale.

**Figura 7: Rilevanza delle differenti tipologie di informazioni non finanziarie**

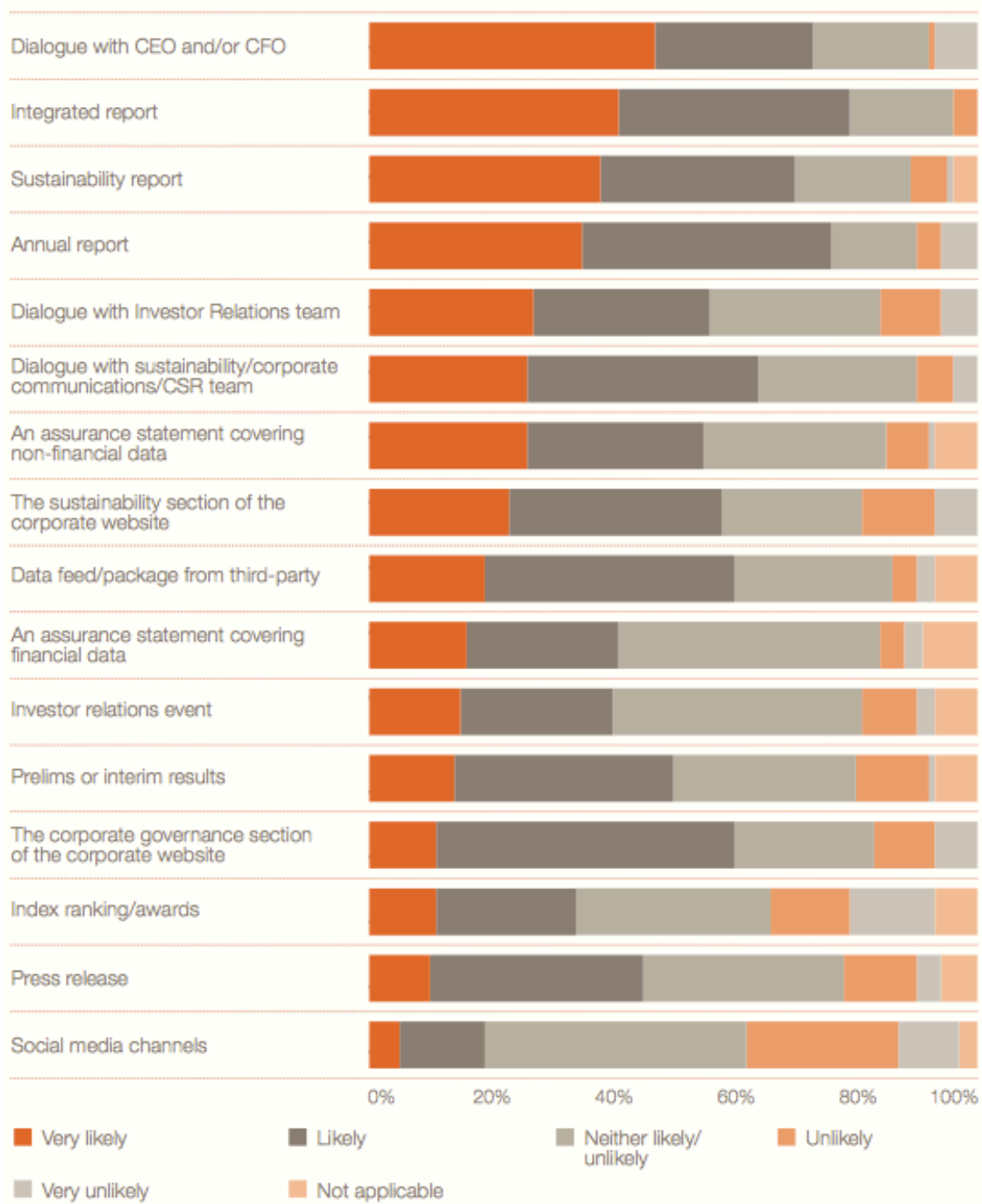


Fonte: Radley Yeldar (2015)

Sempre la società Radley Yeldar, nel corso della sua indagine, si è domandata quali fonti fossero più utilizzate e richieste dagli analisti.

I dati di tale analisi si possono facilmente desumere dal seguente grafico (Figura 8):

**Figura 8: Fonti preferite dagli analisti**



Fonte: Radley Yeldar (2015)

Le fonti più richieste dagli analisti risultano essere i dialoghi con il CEO e/o CFO aziendali, effettuati anche per mezzo di conference calls (spesso trimestrali) ed anche:

- i comunicati stampa;
- siti web;
- relazioni commerciali;
- il report integrato;
- il report di sostenibilità;
- l'annual report.

Queste risultano essere le fonti più utili e credibili agli occhi degli analisti.

La ricerca di Radley Yeldar (2015) suggerisce che gli analisti riconoscano il potenziale dell'integrated report come fonte di informazioni non finanziarie rilevanti, allo scopo di effettuare valutazioni aziendali e prendere decisioni di investimento.

I social media, i comunicati stampa e gli indici awards risultano essere quelli meno utilizzati nel processo decisionale degli analisti ma nonostante ciò non vengono scartati nelle loro analisi, poiché una fonte di informazione deriva anche da questi strumenti comunicativi, tuttavia è possibile percepire l'inclinazione degli analisti nell'utilizzare in prevalenza fonti formali.

## **2.2 Le conference calls**

La complessità dei mercati in un mondo sempre più globalizzato, l'imponenza delle realtà aziendali sotto il profilo economico, giuridico e tecnologico, han fatto si che cominciassero a circolare moltissimi dati che, tuttavia, risentono di rilevanti asimmetrie informative.

Sono gli stessi investitori a risentire di questo squilibrio e a domandare, prima di prendere importanti decisioni, una più ampia disclosure.

Questo è dovuto al fatto che i report obbligatori redatti dalle imprese, non risultano essere sufficienti a divulgare ai mercati la totalità delle informazioni a disposizione delle stesse imprese.

Dal punto di vista delle imprese, divulgare completamente le proprie informazioni, potrebbe essere percepito come regalare ai propri competitors un vantaggio competitivo, quindi poco conveniente.

Tuttavia, Lambert et al., (2007) hanno dimostrato che una migliore disclosure, permette agli operatori di mercato di attenuare le valutazioni sui flussi di cassa, portando ad una conseguente riduzione del costo del finanziamento (Dhaliwal et al., 2012).

Anche uno studio effettuato da Diamod e Verrecchia, 1991 dimostra che una migliore divulgazione qualitativa aumenta le performance finanziarie influenzando positivamente sul costo del capitale.

Le imprese in questi ultimi anni, avendo compreso le potenzialità della divulgazione delle informazioni, come vera e propria risorsa aziendale, assimilabile ad un bene immateriale, hanno iniziato ad integrare le informazioni obbligatorie con altre volontarie, attraverso comunicati stampa, conferenze telefoniche, e l'utilizzo di social media.

Come osservato da Allegrini (2003) si è sviluppato un vero e proprio mercato in cui il bene di scambio è l'informazione.

Da una parte gli investitori sono alla ricerca di informazioni sempre più precise e dettagliate, dall'altra le imprese, attraverso una approfondita disclosure di sé stesse, hanno la possibilità di attrarre numerose risorse finanziarie utili al loro business.

Come già osservato nel paragrafo precedente, tra i vari strumenti informativi utilizzati per diffondere le informazioni non finanziarie, le conference calls risultano essere uno strumento molto apprezzato da imprese ed investitori.

Lo stesso NIRI<sup>21</sup> ha riscontrato, attraverso le sue analisi, che le conference calls risultano essere uno tra i metodi informativi di voluntary disclosure più utilizzato nel mercato statunitense, secondo solo ai comunicati stampa.

A differenza degli altri strumenti comunicativi utilizzati per fornire informazioni alla globalità degli stakeholders, la conference calls possiede la caratteristica di poter indirizzare le informazioni verso specifici soggetti che necessitano di particolari approfondimenti su alcune tematiche.

### **2.2.1 Il contenuto delle conference calls**

Le conference calls sono delle conferenze telefoniche che hanno luogo, in genere, con cadenza trimestrale in seguito al rilascio dei risultati finanziari.

Essendo eventi successivi al rilascio dei risultati finanziari, la denominazione conference calls viene di norma mutata in earnings conference calls o earnings calls.

Sono eventi in cui il top management, rappresentato dal CFO o dal CEO, espone la situazione aziendale illustrando informazioni prospettive, spesso non contenute in altri strumenti comunicativi.

Precedute dalla presentazione di tutti i soggetti partecipanti alla conferenza da parte di un moderatore, le conference calls sono in genere composte da due fasi:

---

<sup>21</sup> National Investor Relation Intitute



- Una prima fase, denominata "Management Discussion Section", durante la quale il CEO, il CFO e altri top manager danno luogo a lunghi monologhi in cui illustrano la situazione aziendale da un punto di vista economico-finanziario, presentando proiezioni, progetti ed investimenti nonché rilasciando altre rilevanti informazioni.
- Una seconda fase, denominata "Question & Answer", nella quale i vari operatori di mercato, compresi gli analisti finanziari, possono rivolgere al management qualsiasi tipo di domanda.

L'evento viene completamente registrato, successivamente trascritto e quindi reso pubblico online nel sito web aziendale, nonché inserito in database commerciali, come ad esempio Bloomberg.

La conference call, risulta essere uno strumento dinamico e flessibile rispetto a quelli tradizionali ed obbligatori, per il fatto che rompe gli schemi rigidi di report scritti e lascia spazio al confronto diretto e vocale tra vertici aziendali e operatori di mercato.

Le stesse aziende lo apprezzano per la possibilità di divulgare, su richiesta, informazioni materiali finanziarie e non finanziarie specifiche che autonomamente non inserirebbero all'interno dei loro report obbligatori, poiché non utili alla globalità degli stakeholder.

Questo rende le conference calls uno strumento semplice, efficiente e puntuale, poiché le informazioni possono circolare in modo rapido e con la possibilità di soddisfare le richieste dagli operatori nella fase di Q&A, aumentando così l'attrattività degli investitori come effetto conseguente alla diminuzione dell'asimmetria informativa.

Inoltre, Robert M. Bowen et al., (2002) hanno rilevato che l'uso regolare delle conference calls da parte degli analisti, aumenta la precisione nelle loro previsioni.

Questo approccio diretto e senza barriere, si fonde perfettamente con la dinamicità, la connettività e la materialità caratteristiche proprie e volute dall'IIRC nella redazione del Integrated Report.

## **CAPITOLO 3: ANALISI EMPIRICA SU UN CAMPIONE DI AZIENDE**

### **3.1 Premessa**

Come osservato nel primo capitolo di questa tesi l'IIRC ha redatto l'IR, un Framework utile alla redazione di un nuovo strumento comunicativo tra aziende e stakeholders (principalmente per i fornitori di capitale finanziario).

Il principale obiettivo del l'IR è quello di fornire informazioni rilevanti, seguendo il principio di materiality, sui capitali che compongono l'azienda, offrendo previsioni sul valore e sulle performance nel breve, medio e lungo periodo.

La precedente letteratura ha studiato gli effetti che l'IR è in grado di apportare sul mercato dei capitali, per investitori ed analisti finanziari. Diversi studi hanno individuato l'IR come ottimo strumento per migliorare la qualità della divulgazione delle informazioni e consentire, di conseguenza, un'analisi più efficiente ed accurata, nonché previsioni più precise da parte degli analisti finanziari (Zhou et al., 2017; Bernardi and Stark, 2018; Flores et al., 2019).

I risultati ottenuti da tali studi hanno confermato le previsioni di Bayer et al., (2010) sull'importanza e la necessità da parte delle aziende di utilizzare una efficace voluntary disclosure, ma anche la teoria sull'elaborazione delle informazioni di Dhaliwal et al., (2012).

La ricerca effettuata in questo capitolo offre un contributo alla recente letteratura, attraverso l'adozione di un approccio dinamico che ha permesso l'analisi del comportamento degli analisti finanziari una volta rese note le informazioni IR.

### **3.2 Obiettivi e domande di ricerca**

La domanda posta alla base della ricerca è la seguente:

“ Gli analisti finanziari ricevono le informazioni IR in modo passivo, ossia solo quando vengono divulgate dalle aziende, oppure sono utenti proattivi alla ricerca di tali informazioni, innescando così un circolo virtuoso a vantaggio sia degli investitori sia delle aziende stesse?

Gli elementi più innovativi contenuti nell'IR, dettati dai principi guida contenuti nel Framework, sono:

- la connettività delle informazioni;
- la rilevanza delle stesse attraverso il principio di materialità;
- l'approccio lungimirante.

Queste caratteristiche fondano quello che ormai conosciamo essere il cosiddetto pensiero integrato, introdotto dall'IIRC, approccio che aiuta gli investitori a ridurre l'asimmetria informativa con le aziende, permettendo loro di affrontare nuovi investimenti con una maggiore consapevolezza della capacità delle imprese di creare valore a lungo termine.

La precedente letteratura ha evidenziato che l'IR ha realmente effetti positivi sulle previsioni degli analisti, quindi appare logico aspettarsi che gli stessi siano attratti e interessati da tali fonti informative volontarie, ricercando proattivamente maggiori informazioni e aggiornamenti sulle tematiche inserite nell'IR.

Si è deciso di concentrare l'analisi sulle conference calls, poiché risultano essere uno strumento di comunicazione molto utilizzato dalle aziende e apprezzato dagli analisti per la loro flessibilità e informalità (Huang et al., 2014, Matsumoto et al., 2011, Price, 2012, Davis, 2012).

In seguito a shock macro-economici, gli analisti, grazie alla dinamicità della conference call, hanno la possibilità di effettuare al management domande specifiche sui comportamenti aziendali nel nuovo contesto, non solo in riferimento a informazioni finanziarie, ma anche non finanziarie attinenti alle tematiche IR.

Ci si aspetta che gli analisti durante questi eventi pongano la loro attenzione anche sui temi IR.

La crescente domanda di informazioni da parte degli analisti, che usano eventi come le conference calls per raccogliere specifici dati, e di offerta da parte delle aziende, che attraverso la voluntary disclosure pubblicano report quali l'IR, formano una base su cui è possibile immaginare che l'IR crei un circolo virtuoso tra i vertici aziendali e gli analisti.

Questo perché da una parte gli analisti già pongono le loro domande riguardo argomenti finanziari durante le conference, dall'altra le aziende offrono ulteriori informazioni attraverso il rilascio dell'IR.

Ci si aspetta quindi che gli analisti che partecipano alle conference calls delle aziende che pubblicano l'IR, richiedano informazioni non solo finanziarie, ma anche sulle tematiche legate all'IR.

Questa ipotesi è stata testata analizzando un campione di imprese raccolte a mano che hanno pubblicato un IR nel 2013 o nel 2014.

Questo primo campione è stato messo a confronto con un secondo campione di aziende che invece non hanno adottato l'IR.

Successivamente sono state analizzate le trascrizioni delle conference calls attraverso la metodologia dell'analisi dei contenuti.

I risultati ottenuti dalla ricerca effettuata dimostrano che le società che pubblicano l'IR durante le conference calls approfondiscono e comunicano altre informazioni sulle tematiche IR, mentre ciò non avviene per quanto riguarda le società che non redigono un IR.

Questo da modo di rafforzare l'ipotesi che l'IR sia entrato nel sistema comunicativo aziendale come circolo virtuoso e non come benchmarking.

Infatti, gli analisti che seguono le aziende che non redigono un IR, per il valore assunto negli ultimi anni da questa tipologia di report, potrebbero avere incentivi a richiedere e ad approfondire informazioni durante le earnings calls, ma ciò non è emerso dall'analisi.

Per quanto sopra, per svolgere tale ricerca è stata posta una specifica domanda:

" Quali aziende durante le conference calls, a prescindere che redigano o meno un IR, menzionano e danno importanza alle tematiche contenute nell'IR?"

Gli studi effettuati precedentemente sulla rilevanza dell'IR hanno posto la loro attenzione su forme di comunicazione tra aziende ed analisti definibili come "formali", ossia che non permettevano un diretto contatto tra i soggetti che possono essere identificati nella sfera della domanda e in quella di offerta di informazioni.

Grazie alla flessibilità della conference call, per il fatto che agli analisti viene concessa la possibilità di effettuare liberamente delle domande e ricevere poi immediate risposte dalle aziende, è possibile analizzare se gli analisti, con l'avvento dell'IR, abbiano iniziato a porre domande sulle tematiche affrontate da tale report innovativo.

Di conseguenza si è deciso di utilizzare questo strumento comunicativo più flessibile e meno formale ai fini della nostra ricerca.

Ai fini della nostra analisi, come già annunciato in precedenza, sono state effettuate due ipotesi:

- la prima è che l'IR sia un benchmark;
- la seconda che grazie all'IR sia iniziato un circolo virtuoso.

Il primo punto di vista, definibile come benchmarking, fa sì che gli analisti e gli investitori, che seguono le società che non redigono un IR, siano attratti dai contenuti di tale fonte informativa, per il valore che sta assumendo nelle aziende che già pubblicano un IR, le quali in tal modo fissano un benchmark.

Per tale motivo gli analisti e gli investitori si aspettano che ogni impresa possa fornire informazioni collegate alle tematiche non finanziarie IR, incentivati dal fatto che tale strumento faciliti il lavoro previsionale degli analisti.

La miglior capacità previsionale degli analisti, se possono contare nelle loro analisi dell'utilizzo dell'IR, è riscontrabile in diversi studi (Zhou et al., 2017; Bernardi and Stark, 2018; Flores et al., 2019).

Inoltre, grazie al principio della materialità, le informazioni inserite nei report risultano essere tutte rilevanti al fine di valutare la capacità di creare valore nel lungo periodo, riducendo così il sovraccarico di informazioni che potrebbe portare l'analista a commettere errori valutativi.

Considerando che l'IR rende le valutazioni degli analisti più puntuali, ci si aspetta che siano poste più domande, durante del conference call, dagli analisti che devono fare previsioni su aziende che non adoperano l'IR, piuttosto che a quelle che già lo adoperano.

Un tale approccio dovrebbe riuscire a costringere le aziende che non hanno ancora implementato i loro processi di reportistica ad allinearsi con il mercato.

Il secondo punto di vista, definibile come circolo virtuoso, fa sì che le imprese che già redigono un IR siano propense a rilasciare sempre ulteriori informazioni riguardanti gli aspetti societari durante le conference call in considerazione che le stesse sono eventi che possono essere organizzati anche quattro volte l'anno, mentre l'IR è un documento che generalmente viene pubblicato una volta l'anno.

Se tra la pubblicazione dell'IR e la conference call avvengono shock macro-economici tali da far focalizzare l'attenzione degli analisti sulle strategie aziendali, questi si adopereranno per ottenere informazioni aggiornate e precise sulle tematiche IR, con domande sui nuovi obiettivi strategici al fine di poter formulare previsioni aggiornate.

L'obiettivo dovrebbe essere che l'IR possa creare un circolo virtuoso tra manager e analisti.

In altre parole, per descrivere il circolo virtuoso è possibile osservare che debbono essere presenti due fasi:

- La prima fase in cui le aziende divulgano le informazioni tramite l'IR, consentendo agli analisti di poterle utilizzare per riuscire a formulare un giudizio previsionale della massima accuratezza.
- Una seconda fase, realizzabile solo se presente la prima, in cui gli analisti richiedono maggiori informazioni relative alle tematiche IR sui dati già acquisiti dalla lettura dell'IR precedentemente pubblicato, in conseguenza ad eventi macro-economici esterni che potrebbero portare l'azienda a cambiare le proprie strategie.

Dall'analisi del campione, in questo secondo caso del circolo virtuoso, ci si aspetta che le aziende che redigono un IR divulgano maggiori informazioni su temi IR rispetto alle aziende che non pubblicano tale report.

### **3.3 Campione selezionato e metodologia di ricerca**

Per testare l'ipotesi di ricerca è stato selezionato manualmente un campione di imprese che tra il 2013 ed il 2014 avessero pubblicato volontariamente un IR quando questo era ancora nella fase iniziale di sviluppo.

Per individuare le imprese che hanno redatto un IR in quegli anni è stato utilizzato l'elenco pubblicato sul sito ufficiale dell'IIRC, e sono state selezionate quelle che si sono distinte per la qualità del loro lavoro nella redazione dello stesso.

Queste imprese per facilità sono state definite "IR companies".

Con lo stesso procedimento di Armstrong et al., (2010), sono state abbinate le imprese trattate a quelle non trattate usando:

- il metodo propensity score matching (PSM);
- una tecnica basata sul settore industriale (il codice sic a due cifre);
- la dimensione (il logaritmo di tutte le risorse);
- l'anno in cui è stato pubblicato il primo IR per l'azienda (2013 o 2014) con un calibro dello 0,0001 per migliorare la precisione.

Seguendo Almeida et al. (2011), Hong et al. (2018), Franzen e Weißenberger (2018), e Fleischer et al. (2017), ogni impresa trattata è stata abbinata ad una non trattata.

Queste imprese non trattate sono state definite "Non-IR companies", poiché risultano essere molto simili alle altre, tranne per il fatto che non hanno pubblicato un IR tra il 2013 ed il 2014.

Il campione di imprese risultante è composto da 162 IR companies e 452 Non-IR companies.

È possibile definire questo campione come un panel sbilanciato.

Una volta definito il campione di ricerca, per ogni azienda sono stati scaricati dal Database di Bloomberg tutti i transcripts delle earnings calls prendendo a riferimento il periodo tra il 2014 ed il 2018.

Sono stati recuperati 1377 transcripts, di cui 432 riferibili alle Non-IR companies e 945 alle IR companies.



Dal database non è stato possibile scaricare i transcripts di tutte le aziende del nostro campione originario, poiché per alcune non risultavano disponibili.

Il campione finale si è così ridotto a 89 imprese, 56 IR-companies e 33 Non-IR companies.

Successivamente è stato utilizzato il metodo dell'analisi dei contenuti per analizzare e individuare i temi trattati durante le conference calls. Secondo Beattie e Thomson (2007) *"the importance attached by a reporting entity to different categories of information is assumed to be reflected by the extent of information disclosed"*<sup>22</sup>

Di conseguenza, applicando questa logica nell'analisi delle conference calls, verrà attribuito un maggior valore a quei temi che verranno citati più volte durante le chiamate.

Per l'analisi dei contenuti è stato utilizzato, a supporto della ricerca, il software NVivo, il quale permette di interrogare il campione restituendo risposte sui dati analizzati in termini di organizzazione, categorizzazione, visualizzazione (Bazeley e Jackson, 2013).

Tra le molteplici funzioni di NVivo, è presente una denominata "tema autocodificato", che permette l'elaborazione di un vasto quantitativo di dati identificando i temi comuni presenti nei documenti.

Viene data anche la possibilità di individuare lo specifico paragrafo e la frase in cui è stato precedentemente evidenziato un tema.

Il software, per individuare i temi presenti nei documenti, si avvale di un procedimento che permette di confrontare le parole derivanti dal medesimo ceppo semantico.

Inoltre, per evitare di rilasciare all'utente troppe informazioni, filtra ed esclude i temi che sono poco rilevanti in termini quantitativi.

---

<sup>22</sup> Beattie, V., & Thomson, S. J. (2007, June). Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. In *Accounting forum* (Vol. 31, No. 2, pp. 129-163). Taylor & Francis.

Ogni gruppo semantico creato da NVivo (il tema), viene denominato utilizzando la parola che è stata trovata più volte durante l'analisi.

NVivo, infine, indica il numero di volte che il tema è stato menzionato all'interno delle conference calls, con la possibilità di osservare le singole parole o frasi composte da due o tre parole che il software ha racchiuso in quel tema.

La variabile più importante ai fini della ricerca è quindi il numero di reference estrapolate da NVivo per ogni tema.

Per evitare che la differente quantità di transcripts e la lunghezza degli stessi possa inficiare la significatività della ricerca, è stata creata una variabile dipendente chiamata "References" che definisce il numero di volte che è stato menzionato un determinato tema ogni 1000 parole di chiamata.

Di seguito alcuni esempi tratti dai transcripts elaborati da NVivo su come il software individua i temi all'interno delle conference calls:

- Il tema "Value",  
*"so I think it's a better broadened way of ensuring that we can deliver long-term sustainable **value** to our shareholders, and I'll pass it on Kathy if she wants to add anything".*
  
- Il tema "Human capital",  
*"we will show you how we will further enhance our operating model and cost control and strengthen our **human capital**".*
  
- Il tema "Business",  
*"The third piece, which is the most difficult piece is client-facing technology where we are as you know very staying very close to the startup community analyzing **business** models".*

Oltre ad analizzare i campioni di IR companies e Non-IR companies, è stato analizzato con NVivo anche il Framework dell'IIRC (2013), con l'obiettivo di ottenere le tematiche più rilevanti ai fini dell'IR.

Questi temi raccolti dall'analisi del Framework sono stati definiti come "IR themes".

I temi presenti nel Framework sono stati utilizzati come base di confronto tra gli stessi temi presenti nelle IR companies e nelle Non-IR companies, osservando se tra i due campioni di aziende ci fosse una significativa differenza con riguardo al numero di references per singolo tema.

Nel caso in cui da quest'ultima analisi sia possibile riscontrare che, durante le conference calls, le IR companies menzionino più spesso delle Non-IR companies i temi legati all'IR, si potrebbe definire confermata l'ipotesi riferibile al circolo virtuoso!

Successivamente è stato eseguito anche un test parametrico (t-test) ed uno non parametrico (Wilcoxon rank sum test) per verificare se il numero medio di references sui temi IR riferibile alle IR companies fosse significativamente differente da quello risultante dalle Non-IR companies.

I temi IR che non sono mai stati menzionati né dalle IR-companies né dalle Non-IR companies sono stati scartati, arrivando ad ottenere 9 IR themes confrontabili:

- Business;
- Capital;
- Effect;
- Value;
- Human capital;
- Key performance indicators;
- Key risks;
- Process;

- Value;
- Value chain.

Infine, è stata eseguita un'analisi multivariata allo scopo di valutare il potenziale impatto di alcuni fattori che caratterizzano le imprese sulle variabili dipendenti "References".

Ai fini di questa analisi è stata utilizzata la seguente equazione di regressione per ciascuno dei 9 IR themes dove:

$$\begin{aligned}
 Reference_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 IRcompany_{i,t} + \beta_2 OperatingRev_{i,t} + \beta_3 TotalAsset_{i,t} \\
 & + \beta_4 Employees_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \sum IndustryIndicator \\
 & + \sum CountryIndicator + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

- Reference: il numero di volte che l'IR theme è stato menzionato ogni 1000 parole durante le conference calls tra il 2014 e il 2018.
- IR companies: è una variabile che corrisponde a 1, se l'impresa è una IR companies, mentre è uguale a 0 nel caso sia una Non-IR companies.
- OperatingRev: corrisponde alla media del fatturato dell'impresa tra il 2014 e il 2018.
- TotalAsset: corrisponde alla media delle attività nel periodo 2014-2018.
- Employees: corrisponde alla media dei dipendenti dell'azienda nel periodo 2014-2018.
- ROA: è la media dei rendimenti dell'attivo della società nel periodo 2014-2018
- Industry e Country Indicator: sono variabili che controllano sé stesse

### 3.4 Risultati e discussione

Il campione di ricerca è composto da 89 aziende, 56 IR companies e 33 Non-IR companies.

Nella tabella 1 è possibile osservare i risultati dell'analisi di statistica descrittiva riferiti alla totalità del campione, riguardo al paese di origine delle imprese.

-----  
Inserisci tabella 1 qui  
-----

Nella tabella 2 si possono osservare i risultati dell'analisi di statistica descrittiva relativi alle conference calls.

I dati evidenziano che le IR companies in media effettuano più conference calls rispetto alle Non-IR companies, rispettivamente 16,87 per le IR companies e 13,1 per le Non-IR companies.

La mediana dei di questi valori, per i due campioni, risulta essere rispettivamente 18 e 16.

Osservando i risultati ottenuti dal t-test e il Wilcoxon rank sum test, ponendo un grado di significatività pari a 1%, risultano in entrambi i casi significativamente diversi.

Questo ad evidenziare il fatto che le IR companies, oltre che ad effettuare un numero maggiore di conference calls, interagiscono più a lungo con gli operatori presenti nella telefonata.

Il numero medio di parole nelle IR companies si attesta a 9682, mentre 7868 per le Non-IR companies.

La mediana di questi valori non si discosta di molto dalla media, rispettivamente 9873 per le IR e 7884 per le Non-IR.

Anche in questo caso il t-test ed il Wilcoxon rank sum test, al livello dell'1%, risultano essere entrambi significativamente diversi.

Da questa prima analisi è emerso che i due campioni di imprese presentano transcripts differenti in termini di numero di parole; di conseguenza questo dato potrebbe influenzare l'esito della ricerca, si è quindi deciso di omogeneizzare il dato delle principali variabili di interesse, per ogni azienda, dividendo il numero di riferimenti all'interno del testo (es. il numero di volte che viene menzionato il tema business) per il numero totale di pagine delle conference call (1000 parole sono il contenuto di una pagina del transcript).

-----  
Inserisci tabella 2 qui  
-----

La tabella 3 mostra i risultati dell'analisi univariata effettuata sui 9 temi IR comuni ad entrambi i campioni di imprese.

Nella prima colonna vengono riportati i 9 temi IR, identificati da NVivo dal Framework dell'IR attraverso la funzione auto-coded.

La seconda colonna e la terza colonna riportano i dati, riferiti alla media e alla mediana, calcolati come numero totale di menzioni del singolo tema ogni 1000 parole sia per le IR companies sia per le Non-IR companies.

Prendendo ad esempio il tema "Business" è possibile notare che, per le IR companies, in media viene menzionato 0,315 volte ogni 1000 parole mentre, per le Non-IR companies, viene menzionato 0,193 volte ogni 1000 parole.

La quarta colonna indica la differenza tra la media e la mediana delle società IR rispetto alle Non-IR.

Nella quinta colonna vengono riportati i risultati ottenuti dal t-test e dal Wilcoxon rank sum test.

Analizzando i risultati ottenuti emerge che, i temi:

- **Business, Value, Value chain** sono stati menzionati più volte dalle IR companies rispetto alle Non-IR companies;
- **Capital, Effect, Human Capital, Key performance indicators, Key risks** non risultano significativamente differenti in termini di menzioni, ossia questi temi vengono citati un numero simile di volte all'interno delle telefonate;
- **Process** risulta essere l'unico tema menzionato più volte dalle Non-IR companies.

I risultati ottenuti dalle differenze di media e mediana sono avvalorati dal test parametrico (t test) e da quello non parametrico (Wilcoxon rank sum test), i quali evidenziano come le differenze ottenute sia significativamente diverse.

L'analisi univariata fornisce le prime prove a sostegno della nostra ipotesi riguardo al circolo virtuoso tra aziende e analisti.

-----  
Inserisci tabella 3 qui  
-----

La tabella 4 riporta i risultati ottenuti con l'equazione di regressione<sup>23</sup> per ogni tema IR.

Analizzando i risultati ottenuti si rileva che, coerentemente con la tabella 3:

- **Business, Value, Value chain**, risultano significative e pertanto sono influenzate dalla presenza di una IR company o Non-IR company;

---

<sup>23</sup> Vedi pagina 68

- **Capital, Effect, Human Capital, Key performance indicators, Key risks**, sono variabili non significative statisticamente e pertanto si può dedurre che non sono influenzate dalla presenza di una IR company o Non-IR company;
- **Process**, è menzionato in misura maggiore nelle Non-IR company.

Le variabili di controllo (Operating Revenues, Total Assets, Employees, ROA, Industry e Country Control), inserite per eliminare un possibile effetto distorcente dettato dalla possibilità che potessero spiegare parte dell'effetto della nostra variabile esplicativa (IR companies) sulla variabile risposta (Reference), non risultano modificare i risultati.

E' quindi possibile affermare che gli effetti ottenuti dalla regressione multivariata vanno al di là delle variabili di controllo.

L'analisi multivariata conferma quanto espresso dall'analisi univariata, ossia l'esistenza di un circolo virtuoso nello scambio di informazioni tra aziende ed analisti.

-----  
 Inserisci tabella 4 qui  
 -----

Le tematiche IR analizzate riguardano i contenuti caratterizzanti del Framework:

- **Business**: viene menzionato più volte nel Framework per quanto riguarda il modello di business definito come "the chosen system of inputs, business activities, outputs and outcomes that aims to create value over the short, medium and long term." (IIRC, 2013, p. 14).



Questo tema viene ripetuto sovente nelle conference call con riferimento al modello di business, uno degli elementi centrali del quadro IR.

Infatti, questo concetto viene menzionato più volte nelle conference calls delle IR companies rispetto a quelle delle Non-IR companies;

- **Effect:** tema menzionato più volte nel Framework ogniqualvolta vengono ricercati gli effetti delle azioni effettuate sui diversi capitali. In linea con il principio della connettività e quindi la misurazione integrata ed olistica di tutti gli effetti derivanti dalle attività sui capitali della società è probabilmente uno dei concetti più importanti dell'IR;
- **Capital:** tema ampiamente discusso all'interno del Framework e legato al precedente. Tuttavia, i risultati ottenuti non appaiono significativi evidenziando una somiglianza in termini di menzioni, probabilmente legata al fatto che il termine "capital" è utilizzato anche per l'aspetto puramente finanziario, creando un certo disturbo ai nostri risultati;
- **Value:** il tema viene menzionato più frequentemente nelle discussioni delle IR companies. Questo è in linea con il Framework, il quale è incentrato sullo studio di come creare valore nel breve, medio e lungo periodo, sia per gli azionisti ma anche per gli stakeholder. Un esempio in riferimento a tale tema è: *"so I think it's a better broadened way of ensuring that we can deliver long-term sustainable **value** to our shareholders, and I'll pass it on Kathy if she wants to add anything";*

- **Value Chain:** tema che si riferisce alla capacità dell'azienda di creare valore grazie all'inclusione di tutti quei soggetti che fanno parte della catena del valore (fornitori, clienti e vari stakeholder). Tra gli obiettivi dell'IR c'è quello di allargare il più possibile la visione aziendale, includendo nel report tutto ciò che crea valore, quindi l'intera catena del valore. Ovviamente è un tema che viene menzionato più spesso nelle IR companies.

## **CONCLUSIONE**

Numerosi ricercatori hanno studiato l'Integrated Reporting sia analizzando approfonditamente il Framework sia monitorando gli impatti per le aziende che lo implementano nei loro sistemi comunicativi e di Corporate Governance.

I precedenti studi hanno messo in risalto l'importanza dell'Integrated Reporting dimostrando che, la sua adozione, è in grado di offrire alle aziende un vantaggio competitivo dato non solo da un miglioramento dei processi decisionali, ma anche da un potenziamento qualitativo dei sistemi comunicativi nei confronti degli operatori finanziari.

La Materialità, la Connettività e la Sinteticità sono i principi guida cardine dell'IR che permettono la redazione di un report in grado di offrire efficacemente una buona visione di breve, medio e lungo periodo, migliorando, inoltre, la precisione degli analisti durante le loro attività valutative.

Con questo lavoro si è cercato di dare un contributo alla letteratura esistente, focalizzando l'attenzione in particolare sull'Integrated Reporting, osservando il comportamento degli analisti finanziari a seguito della divulgazione delle informazioni aziendali attraverso tale strumento, durante le conference calls.

L'obiettivo della ricerca constava nell'indagare se, sia per le IR companies sia per le Non-IR companies, le informazioni relative alle tematiche IR fossero menzionate e in che misura durante le conference calls.

Ci si dovrebbe aspettare che gli analisti che seguono le società che non redigono un IR siano interessati ai contenuti di tale fonte informativa, per il valore che sta assumendo nelle aziende che già lo adoperano, e per tale motivo tendano a sottoporre molteplici domande ai managers durante le conference calls, sulle tematiche IR, quindi l'ipotesi di Benchmarking, mentre gli analisti che seguono le società IR potrebbero

essere interessati ad avere informazioni IR sempre più dettagliate ed aggiornate andando in pratica a creare l'ipotesi del Circolo Virtuoso.

I risultati ottenuti da questa analisi dimostrano che le imprese che già adottano l'IR hanno percepito il vantaggio competitivo dettato da una comunicazione trasparente, dettagliata e aggiornata con gli operatori finanziari, segnando un incremento di valore complessivo rispetto alle imprese che non lo adottano.

La ricerca svolta, come ovvia conseguenza, ha messo in evidenza che durante le conference calls le IR companies menzionino le tematiche attinenti l'IR con maggior frequenza rispetto alle Non-IR companies, confermando l'ipotesi del circolo virtuoso.

In conclusione, questa tesi conferma quanto già la letteratura degli ultimi anni ha messo in evidenza riguardo il miglioramento del processo decisionale degli analisti che sfruttano le informazioni IR.

Un ulteriore approfondimento, che abbia lo scopo di comprendere al meglio le interazioni che l'utilizzo dell'IR è in grado di creare ed i benefici che ne possono derivare può essere affrontato adottando metodologie differenti, quali ad esempio lo studio di un caso emblematico o coinvolgendo direttamente managers ed analisti.

## **BIBLIOGRAFIA**

Allegrini M., 2003, L'informativa di periodo nella comunicazione economico- finanziaria: principi e contenuti, ed. Giuffrè, Milano.

Abhayawansa, S., Elijido-Ten, E., & Dumay, J. (2018). A practice theoretical analysis of the irrelevance of integrated reporting to mainstream sell-side analysts. *Accounting & Finance*.

B. J. Bushee, D. A. Matsumoto and G. S. Miller (2004) 'Managerial and Investor Responses to Disclosure Regulation: The Case of Reg FD and Conference Calls', *The Accounting Review*, LXXIX, 617-43.

Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2017). The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62, 43–64.

Beattie, V., & Thomson, S. J. (2007, June). Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. In *Accounting forum* (Vol. 31, No. 2, pp. 129-163). Taylor & Francis.

Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018). Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts. *The British Accounting Review*, 50(1), 16–31.

Bertinetti G., Cavezzali E. e Rigoni U. (2009), "I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento", in M. Comana e M. Brogi (a cura di), *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, Roma, Bancaria Editrice, 3: 87-112.

Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management journal*, 42(5), 488-506.

Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296–343.

Bicudo de Castro, Vincent; Gul, Ferdinand A.; Muttakin, Mohammad Badrul; Mihret, Dessalegn Getie (2019). "Optimistic tone and audit fees: Some Australian evidence". *International Journal of Auditing*. 23 (2): 352–364.

Boubakri, N., & Bouslimi, L. (2016). Directors' and officers' liability insurance and analyst forecast properties. *Finance Research Letters*, 19, 22–32.

Bowen, R. M., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 25, 657–700.

Cavezzali E., Crepaldi J. e Rigoni U. (2014), "Proximity to hubs of expertise and financial analyst forecast accuracy", in *Eurasian Business Review*, 4: 157-179.

Cerbioni F., Cinquini L., Sostero U. (2006), *Contabilità e bilancio*, seconda edizione, McGraw-Hill

C. ADAMS - D. MATHIESON - G. SCHINASI, *International Capital Markets: Developements, Prospects, & Key Policy Issues*, International Monetary Fund, September 1999, capitolo V.

C. Mio, "CSR e sistema di controllo: verso l'integrazione", Franco Angeli 2005

Comunicazione 2006/C 59/02 della Commissione Europea sulle agenzie di rating del credito, n.2.1., nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, del 22 ottobre 2014, punto 3.

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.

Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355.

D. Matsumoto, M. Pronk and E Roelofsen, (2011), 'What makes conference calls useful? The information content of managers' presentations and analysts discussion sessions', *The Accounting Review*, LXXXVI(4),1383-414.

Elisa, Cavezzali; Nazim, Hussain; Ugo, Rigoni *The Integrated Report and the conference calls content* , *Integrated Reporting: a New Accounting Disclosure*, Palgrave MacMillan (ISBN 978-1-137-55148-1)

Favotto F. (2001), *Economia Aziendale, Modelli, misure e casi*, McGraw-Hill, Milano

Fasan M. (2017), *Lo stato dell'arte del corporate reporting: Integrated Reporting*, pp. 17-30

Flores, E., Fasan, M., Mendes da Silva, W. & Oliveira Sampaio, J. (2019). *Integrated Reporting and Capital Markets in an international setting: The role of Financial Analysts. Business Strategy and the Environment*, forthcoming

Flower, J. (2015). *The international integrated reporting council: A story of failure. Critical Perspectives on Accounting*, 27, 1–17.

Freeman R.E. (1984), *Strategic Management: a Stakeholder approach*, Pitman, Boston

Gerald J. Lobo, Minsup Song, Mary Stanford, *Accruals quality and analyst coverage, Journal of Banking & Finance*, Volume 36, Issue 2, 2012, Pages 497-508, ISSN 0378-4266

Global Reporting (2015), "GRI guidelines"

Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). *Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. Contemporary Accounting Research*, 16, 485–520.

Hope, O.-K. (2003). *Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. Journal of Accounting Research*, 41(2), 235–272.



Integrated Reporting (2015), "International Integrated Reporting Council (IIRC)".

IIRC, 2013. The International < IR >

Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2012). Testing asymmetric-information asset pricing models. *The Review of Financial Studies*, 25, 1366–1413.

K. Davis, J. M. Piger and L. M. Sedor (2012) 'Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language', *Contemporary Accounting Research*, XXIX(3), 845–68.

Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2004). Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, 42, 589–623.

Lee, K.-W., & Yeo, G. H.-H. (2016). The association between integrated reporting and firm valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47, 1221–1250.

Lehavy, R., Li, F., & Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *The Accounting Review*, 86, 1087–1115.

Morsing, M., & Schultz, M. (2006). Corporate social responsibility communication: stakeholder information, response and involvement strategies. *Business ethics: A European review*, 15(4), 323-338.

Nichols, D. C., & Wieland, M. M. (2009). Do firms' nonfinancial disclosures enhance the value of analyst services?

NIRI (2004) Standard di pratica per le relazioni con gli investitori , 3<sup>rd</sup> ed. (Vienna VA: National Investor Relations Institute).

OceanTomo (2015), "Market Value Study".

P. Bazeley and K. Jackson (2013). *Qualitative Data Analysis with NVivo* (2nd ed.)

Plumlee, M. A. (2003). The effect of information complexity on analysts' use of that information. *The Accounting Review*, 78, 275–296.

Proto M., Supino S., (2009), *Dal management ambientale alla responsabilità sociale delle organizzazioni*, Giappichelli, Torino.

Radley Yeldar (2015), "The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said".

Ramnath, S., Rock, S. & Shane, P. (2008). The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research. *International Journal of Forecasting*, 24(1), 34–75.

R. Frankel, M. Johnson and D.J. Skinner (1999) 'An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium', *Journal of Accounting Research*, XXXVII(1),133-50.

R. Lambert, C. Leuz e R.E. Verrecchia (2007) "Informazioni contabili, divulgazione e costo del capitale", *Journal of Accounting Research*, XLV(2), 385-420.

Robert M. Bowen, Angela K. Davis, and Dawn A. Matsumoto (2002) Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?. *The Accounting Review*: April 2002, Vol. 77, No. 2, pp. 285-316.

Schwarcz, S. L. (2002). Private ordering of public markets: The rating agency paradox. *U. Ill. L. Rev.*, 1.

S. Price, J. Doran., D. Peterson and B. Bliss (2012) 'Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone', *Journal of Banking and Finance*, XXXVI(4), 992–1011.

Serafeim, G. (2015). Integrated reporting and investor clientele. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(2), 34–51.

White A. L. (2010), *The Five Capitals of Integrated Reporting: Toward a Holistic Architecture for Corporate Disclosure - The landscape of Integrated Reporting. Reflections and next steps*, Harvard Business School e-book, pp. 29-32

W. Mayew and M. Venkatachalam (2012) 'The Power of Voice: Managerial Affective States and Future Firm Performance', *The Journal of Finance*, LXVII(1), 1-43.

X. Huang, Xuan, S.H. Teoh and Y. Zhang (2014) 'Tone Management', *Accounting Review*, LXXXIX(3), 1083–113.

Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017). Does integrated reporting matter to the capital market? *Abacus*, 53(1), 94–132.

## **SITOGRAFIA**

[www.integratedreporting.org](http://www.integratedreporting.org)

[www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

[www.businessmodelcanvas.it](http://www.businessmodelcanvas.it)

[www.oceantomo.com](http://www.oceantomo.com)

**TABELLE****Table 1**

Table 1 displays the number of firms belonging to both groups (IR and Non-IR) for each country. Control companies are matched through Propensity Score Matching.

| <b>IR companies</b> |           |             | <b>Non-IR companies</b> |           |             |
|---------------------|-----------|-------------|-------------------------|-----------|-------------|
| <b>Country</b>      | <b>N</b>  | <b>%</b>    | <b>Country</b>          | <b>N</b>  | <b>%</b>    |
| Brazil              | 8         | 14%         | Brazil                  | 12        | 36%         |
| United States       | 6         | 11%         | Italy                   | 4         | 12%         |
| United Kingdom      | 6         | 11%         | Australia               | 4         | 12%         |
| Spain               | 6         | 11%         | Germany                 | 3         | 9%          |
| Italy               | 5         | 9%          | United Kingdom          | 2         | 6%          |
| Germany             | 5         | 9%          | Spain                   | 2         | 6%          |
| South Africa        | 3         | 5%          | Netherlands             | 1         | 3%          |
| Netherlands         | 3         | 5%          | Turkey                  | 1         | 3%          |
| Australia           | 3         | 5%          | Russian Federation      | 1         | 3%          |
| Turkey              | 1         | 2%          | Denmark                 | 1         | 3%          |
| Sweden              | 1         | 2%          | United States           | 1         | 3%          |
| South Korea         | 1         | 2%          | South Africa            | 1         | 3%          |
| Russian Federation  | 1         | 2%          | <b>TOTAL</b>            | <b>33</b> | <b>100%</b> |
| Japan               | 1         | 2%          |                         |           |             |
| India               | 1         | 2%          |                         |           |             |
| France              | 1         | 2%          |                         |           |             |
| Denmark             | 1         | 2%          |                         |           |             |
| Chile               | 1         | 2%          |                         |           |             |
| Canada              | 1         | 2%          |                         |           |             |
| Belgium             | 1         | 2%          |                         |           |             |
| <b>TOTAL</b>        | <b>56</b> | <b>100%</b> |                         |           |             |

**Table 2**

Table 2 displays some descriptive statistics for IR and Non-IR companies conference calls. It also tests whether IR and Non-IR companies are significantly different along these dimensions.

| Variable                      | Mean (median) |            | Difference<br>(A) - (B) | T<br>(Wilcoxon<br>test) |
|-------------------------------|---------------|------------|-------------------------|-------------------------|
|                               | IR (A)        | Non-IR (B) |                         |                         |
| Words per conference<br>call  | 9,682         | 7,868      | 1,814                   | -3.57 ***               |
|                               | (9,873)       | (7,884)    | 1,989                   | (-3.81) ***             |
| Number of conference<br>calls | 16.87         | 13.1       | 3.77                    | -3.12 ***               |
|                               | (18)          | (16)       | 2                       | (-2.41) ***             |

**Table 3**

Table 3 displays the mean (median) number of references per 1,000 words for each IR Theme in IR and Non-IR companies. It also shows the result of the parametric (T-test) and non-parametric tests (Wilcoxon test) on the difference between the mean value of references.

\*, \*\*, and \*\*\* represent significance levels of 15 percent, 10 percent, and 5 percent, respectively.

| IR Theme                   | Mean (median) |               | Difference<br>(A) - (B) | T<br>(Wilcoxon<br>test) |
|----------------------------|---------------|---------------|-------------------------|-------------------------|
|                            | IR (A)        | Non-IR<br>(B) |                         |                         |
| Business                   | 0.315         | 0.193         | 0.122                   | 2.32 ***                |
|                            | (0.267)       | (0.118)       | 0.149                   | (2.17) ***              |
| Capital                    | 0.141         | 0.102         | 0.039                   | 1.08                    |
|                            | (0)           | (0.121)       | -0.121                  | (1.06)                  |
| Effect                     | 0.085         | 0.042         | 0.043                   | 1.56 *                  |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (1.059)                 |
| Value                      | 0.053         | 0             | 0.053                   | 3.61 ***                |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (3.71) ***              |
| Human Capital              | 0.001         | 0.001         | 0                       | -0.26                   |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (0.109)                 |
| Key performance indicators | 0             | 0.001         | -0.001                  | -1.3                    |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (-1.03)                 |
| Key risks                  | 0.001         | 0             | 0.001                   | 0.76                    |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (0.76)                  |
| Process                    | 0             | 0.019         | -0.019                  | -2.15 ***               |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (-2.28) ***             |
| Value chain                | 0.002         | 0             | 0.002                   | 1.94 **                 |
|                            | (0)           | (0)           | 0                       | (2.44) ***              |

**Table 4**

Table 4 presents the results of regressing the References of the 9 IR themes on the following variables: IR Company (indicator variable with value 1 if the company is IR and 0 otherwise); average 2014-2018 Operating Revenues; average 2014-2018 Total Assets; average 2014-2018 Employees; average 2014-2018 ROA (Return on Assets). All the models include industry and country controls.

\*, \*\*, and \*\*\* represent significance levels of 15 percent, 10 percent, and 5 percent, respectively.

|                    | <b>Dependent Variable: number of References to IR themes</b> |                      |                     |                      |                   |                   |                   |                      |                      |
|--------------------|--|----------------------|---------------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|
|                    | <b>Business</b>  | <b>Capital</b>       | <b>Effect</b>       | <b>Value</b>         | <b>Human Cap</b>  | <b>KPI</b>        | <b>Key risks</b>  | <b>Process</b>       | <b>Value chain</b>   |
|                    | (1)  | (2)                  | (3)                 | (4)                  | (5)               | (6)               | (7)               | (8)                  | (9)                  |
| IR Company         | 0.136 **<br>(0.071)  | 0.013<br>(0.054)     | 0.038<br>(0.039)    | 0.049 ***<br>(0.022) | 0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001) | 0.001<br>(0.001)  | -0.007 **<br>(0.002) | 0.001 ***<br>(0.001) |
| Operating Revenues | 0.001<br>(0.001)   | 0.001<br>(0.001)     | 0.001 **<br>(0.001) | 0.001 **<br>(0.001)  | 0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001) | -0.001<br>(0.001) | -0.001<br>(0.001)    | 0.001 **<br>(0.001)  |
| Total Assets       | 0.001 ***<br>(0.001)   | 0.001 ***<br>(0.001) | 0.001<br>(0.001)    | 0.001<br>(0.001)     | 0.001<br>(0.001)  | 0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001) | -0.001<br>(0.001)    | -0.001 **<br>(0.001) |
| Employees          | 0.001 *<br>(0.001)   | 0.001<br>(0.001)     | 0.001 *<br>(0.001)  | 0.001<br>(0.001)     | 0.001<br>(0.001)  | 0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001) | -0.001<br>(0.001)    | 0.001<br>(0.001)     |
| ROA                | 0.095 **<br>(0.055)  | -0.028<br>(0.042)    | 0.005<br>(0.030)    | -0.025 *<br>(0.058)  | -0.001<br>(0.001) | 0.001<br>(0.001)  | -0.001<br>(0.001) | 0.001 *<br>(0.001)   | 0.004<br>(0.036)     |
| Industry control   | Yes  | Yes                  | Yes                 | Yes                  | Yes               | Yes               | Yes               | Yes                  | Yes                  |
| Country control    | Yes  | Yes                  | Yes                 | Yes                  | Yes               | Yes               | Yes               | Yes                  | Yes                  |
| N                  | 89   | 89                   | 89                  | 89                   | 89                | 89                | 89                | 89                   | 89                   |
| R2                 | 0.21   | 0.27                 | 0.20                | 0.25                 | 0.04              | 0.06              | 0.05              | 0.10                 | 0.12                 |

## APPENDICE

### Appendice A: CAMPIONE "IR Companies"

| <b>Company Common Name</b> | <b>Country of Exchange</b> | <b>TRBC Industry Name</b>       |
|----------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| AB Volvo – Volvo Group     | Sweden                     | Automobiles                     |
| AEGON NV                   | Netherlands                | Financial services              |
| AES Brazil                 | Brazil                     | Utilities                       |
| AngloGold Ashanti          | South Africa               | Mining                          |
| ARM Holdings plc           | United Kingdom             | Technology hardware & equipment |
| Atlantia S.p.A.            | Italy                      | Industrial transportation       |
| BAM Group                  | Netherlands                | Construction & materials        |
| BASF SE                    | Germany                    | Chemicals                       |
| BBVA                       | Spain                      | Banks                           |
| BRF S.A                    | Brazil                     | Food producers                  |
| CCR S.A                    | Brazil                     | Transportation services         |
| Cliffs Natural Resources   | United States              | Industrial mining & metals      |
| CPFL Energia               | Brazil                     | Energy                          |



|   |                |                              |
|---|----------------|------------------------------|
| Danone                                    | France         | Food producers               |
| Deutsche Bank                             | Germany        | Banks                        |
| Deutsche Börse Group                      | Germany        | Financial provider           |
| ENAGAS S.A                                | Spain          | Gas, water & multi-utilities |
| EnBW Energie Baden-Württemberg AG         | Germany        | Electricity                  |
| Enel S.p.A.                               | Italy          | Electricity                  |
| eni S.p.A.                                | Italy          | Oil & gas producers          |
| Fibria Cellulose S.A                      | Brazil         | Forestry and pulp            |
| Generali Group                            | Italy          | Insurance                    |
| Gold Fields                               | South Africa   | Mining                       |
| HSBC Holdings plc                         | United Kingdom | Banks                        |
| Indra                                     | Spain          | Software & computer services |
| Industria de Diseño Textil S.A. (Inditex) | Spain          | General retailers            |
| Interserve Plc                            | United Kingdom | Support services             |
| Itau Unibanco                             | Brazil         | Banks                        |
| Jones Lang LaSalle                        | United States  | Real estate                  |
| Marks and Spencer Group plc               | United Kingdom | General retailers            |
| MASISA S.A.                               | Chile          | Forestry, wood and boards    |

|                                       |                    |                                   |
|---------------------------------------|--------------------|-----------------------------------|
| Microsoft Corporation                 | United States      | Software & computer services      |
| National Australia Bank Limited       | Australia          | Banks                             |
| Natura cosmeticos SA                  | Brazil             | Personal goods                    |
| Novo Nordisk                          | Denmark            | Pharmaceuticals & biotechnology   |
| Petrobras brasileiro S.A              | Brazil             | Oil & gas                         |
| Prudential Financial, Inc.            | United States      | Financial services                |
| Randstad Holding N.V.                 | Netherlands        | Support services                  |
| Repsol, S.A.                          | Spain              | Oil & gas                         |
| Rosneft                               | Russian Federation | Oil & gas producers               |
| Sainsbury's                           | United Kingdom     | Food retail                       |
| SAP                                   | Germany            | Software & computer services      |
| SASOL                                 | South Africa       | Chemicals                         |
| SK Telecom                            | South Korea        | Telecommunications                |
| Slater & Gordon Lawyers               | Australia          | Legal services                    |
| SNAM S.p.A.                           | Italy              | Oil & gas                         |
| Solvay                                | Belgium            | Chemicals                         |
| Stockland                             | Australia          | Real estate investment & services |
| Takeda Pharmaceutical Company Limited | Japan              | Pharmaceuticals & biotechnology   |

|  |                |                            |
|--|----------------|----------------------------|
| Tata Steel                             | India          | Steel producers            |
| Teck Resources                         | Canada         | Industrial mining & metals |
| Telefónica S.A.                        | Spain          | Telecommunications         |
| The Clorox Company                     | United States  | Chemicals                  |
| The Coca-Cola Company                  | United States  | Beverages                  |
| Turkiye Garanti Bankasi Anonim Sirketi | Turkey         | Banks                      |
| Unilever                               | United Kingdom | Retail goods               |

## Appendice B: CAMPIONE “Non-IR Companies”

| <b>Company Common Name</b>                  | <b>Country of Exchange</b> | <b>TRBC Industry Name</b>         |
|---|----------------------------|-----------------------------------|
| Alk-Abello A/S                              | Denmark                    | Pharmaceuticals                   |
| ASTM SpA                                    | Italy                      | Highways & Rail Tracks            |
| Australia and New Zealand Banking Group Ltd | Australia                  | Banks                             |
| Auswide Bank Ltd                            | Australia                  | Banks                             |
| Banco Bradesco SA                           | Brazil                     | Banks                             |
| Banco de Sabadell SA                        | Spain                      | Banks                             |
| Banco do Brasil SA                          | Brazil                     | Banks                             |
| Banco Santander Brasil SA                   | Brazil                     | Banks                             |
| Biosev SA                                   | Brazil                     | Food Processing                   |
| Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG  | Brazil                     | Electric Utilities                |
| d'Amico International Shipping SA           | Italy                      | Oil & Gas Transportation Services |
| Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA   | Brazil                     | Highways & Rail Tracks            |
| Gas Natural SDG SA                          | Spain                      | Natural Gas Utilities             |
| Ingenia Communities Group                   | Australia                  | Residential REITs                 |
| Jbs SA                                      | Brazil                     | Food Processing                   |

|   |                          |                                   |
|---|--------------------------|-----------------------------------|
| Klabin SA                                     | Brazil                   | Paper Products                    |
| LANXESS AG                                    | Germany                  | Diversified Chemicals             |
| Light SA                                      | Brazil                   | Electric Utilities                |
| Majestic Wine PLC                             | United Kingdom           | Food Retail & Distribution        |
| Marfrig Global Foods SA                       | Brazil                   | Food Processing                   |
| Minerva SA                                    | Brazil                   | Food Processing                   |
| NN Group NV                                   | Netherlands              | Life & Health Insurance           |
| Shield Therapeutics PLC                       | United Kingdom           | Miscellaneous Specialty Retailers |
| Sibanye Gold Ltd                              | South Africa             | Gold                              |
| Societa Iniziative Autostradali e Servizi SpA | Italy                    | Highways & Rail Tracks            |
| Suzano Papel e Celulose SA                    | Brazil                   | Paper Products                    |
| Tatneft' PAO                                  | Russia                   | Integrated Oil & Gas              |
| Terna Rete Elettrica Nazionale SpA            | Italy                    | Electric Utilities                |
| Uniper SE                                     | Germany                  | Electric Utilities                |
| Westpac Banking Corp                          | Australia                | Banks                             |
| Yapi ve Kredi Bankasi AS                      | Turkey                   | Banks                             |
| Zhongde Waste Technology AG                   | Germany                  | Electric Utilities                |
| Zillow Group Inc                              | United States of America | Real Estate Services              |