



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**La CSR nel contenuto dei
report degli analisti finanziari.
Un'analisi empirica.**

Relatrice

Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureanda

Laura Bighin

Matricola 858330

Anno Accademico

2019 / 2020

Indice

Introduzione	1
CAPITOLO 1. Corporate Social Responsibility	4
1.1 Introduzione	4
1.2 I tre pilastri della sostenibilità	5
1.3 CSR, una prospettiva storica	6
1.4 Comunicazione in termini di sostenibilità.....	14
1.4.1 La comunicazione aziendale	14
1.4.2 L'informativa volontaria	16
1.5 Relazione tra impresa sostenibile e performance aziendali	22
CAPITOLO 2. Analisti finanziari e sostenibilità	28
2.1 Introduzione	28
2.2 La figura dell'analista finanziario.....	28
2.2.1 Chi sono gli analisti finanziari?.....	28
2.2.2 Approccio di valutazione: INPUT- MODELLO DI ANALISI-OUTPUT	31
2.2.2 Metodi di valutazione	34
2.3 Sostenibilità e raccomandazioni d'investimento.....	37
2.3.1 Soft and Hard Information, Rating ESG.....	43
CAPITOLO 3. I temi della sostenibilità nei report degli analisti finanziari. Un'analisi empirica	46
3.1 Introduzione	46
3.2 Rassegna della letteratura e costruzione delle ipotesi.....	47
3.3 Selezione e descrizione del Dataset	49
3.4. Content Analysis.....	56
3.5 Analisi Empirica	64
3.5.1 Il modello econometrico	64
3.5.2 Le variabili utilizzate	65
3.5.3 Analisi descrittiva	71
3.5.4 Analisi inferenziale	73
3.6 Considerazioni conclusive.....	82
Conclusioni	85
Appendice	86
Bibliografia	94

Introduzione

Le crescenti preoccupazioni per l'ambiente e il cambiamento climatico, insieme alle forti tensioni causate dalle disuguaglianze sociali, hanno fatto sì che negli ultimi anni istituzioni, professionisti, accademici e normali cittadini rivolgersero una maggiore attenzione allo sviluppo sostenibile.

Il concetto di sviluppo sostenibile è stato definito per la prima volta nel 1987 dalla Commissione mondiale per l'ambiente e lo sviluppo. La Commissione lo definiva come uno sviluppo che potesse assicurare *“il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità alle generazioni future di soddisfare i propri bisogni”*.

In risposta alle crescenti pressioni provenienti dalle normative nazionali e internazionali, e dalla società in generale, le aziende sono state gradualmente spinte verso l'adozione, all'interno delle loro strategie, di principi di responsabilità. Nasce da qui il termine *“Corporate Social Responsibility”* o *“Responsabilità Sociale d'Impresa”*.

Le organizzazioni però ancora oggi, sono spesso riluttanti nel porre la sostenibilità al centro delle loro strategie aziendali a causa della convinzione che essa possa rappresentare un mero costo d'agenzia. Una delle maggiori sfide nell'adozione di pratiche di responsabilità sociale è dovuta al fatto che la maggior parte delle aziende percepisce sostenibilità e redditività come reciprocamente esclusive.

Sono molti gli studiosi che hanno provato ad analizzare il legame diretto tra performance sociali dell'azienda e performance finanziarie, tuttavia, l'esistenza e la direzionalità di questo legame, sia empiricamente che teoricamente, non è stata ancora stabilita. C'è chi infatti ritiene che le aziende che decidono di adottare *policy* di sostenibilità vadano a sostenere dei costi che potrebbero essere evitati, dall'altra parte c'è chi sostiene che è necessario guardare oltre i costi e concentrarsi sui vantaggi che le pratiche sostenibili hanno sul *business*.

Il cambiamento nel panorama degli investitori, da soggetti in cui l'unico obiettivo era il ritorno finanziario a investitori con ampio focus su prestazioni responsabili e sostenibili, non solo ha richiesto che le organizzazioni ripensassero al loro utilizzo delle risorse, ma anche al modo di comunicare tali informazioni ai vari portatori d'interesse.

Ecco che le aziende per far percepire all'esterno il loro coinvolgimento nella soluzione di alcune questioni sociali, hanno iniziato ad utilizzare la cosiddetta rendicontazione sociale. A differenza della tradizionale rendicontazione finanziaria, la quale è sottoposta a specifici obblighi normativi, quella sociale è lasciata alla libera scelta delle società. Negli ultimi anni sono nati però una serie di *standard* e linee guida che guidano le aziende nella rendicontazione di tali tematiche. Ad oggi i principali documenti emessi dalle società per comunicare le informazioni non finanziarie sono il bilancio sociale, il bilancio ambientale e il bilancio di sostenibilità.

Molto spesso però le informazioni presenti all'interno dei bilanci societari risultano di difficile interpretazione per un normale investitore che voglia valutare la convenienza nell'investire o meno in una determinata società.

Ecco che per ridurre le asimmetrie informative esistenti, gli investitori consultano esperti del settore: gli analisti finanziari.

Attraverso un lungo processo che include la raccolta e la valutazione di informazioni relative alle prestazioni presenti e future dell'azienda, gli analisti elaborano delle raccomandazioni d'investimento le quali vengono pubblicate nei loro report aziendali. Una raccomandazione d'investimento è data dal confronto del *target price* di un titolo aziendale con il prezzo corrente del medesimo titolo. La raccomandazione sarà positiva nel caso in cui il *target price* risulti essere superiore al prezzo corrente di mercato e in questo caso l'analista consiglierà all'investitore di acquistare il titolo ("*buy*"), sarà invece negativa ("*sell*") nel caso in cui si verificasse il risultato opposto.

L'obiettivo del presente lavoro è quello di valutare se nei report emessi dagli analisti finanziari vengono o meno trattate le tematiche di sostenibilità.

Si partirà da un'analisi della letteratura esistente e da ricerche basate su questionari rivolti ad analisti finanziari, per poi sviluppare un'analisi empirica che consenta di capire in quale misura gli aspetti di *Corporate Social Responsibility* vengono considerati dagli analisti prima di emettere una raccomandazione d'investimento.

Lo studio si articola in un primo capitolo dove viene analizzato il concetto di *Corporate Social Responsibility*. Sarà necessario per avere una panoramica generale del concetto il quale verrà richiamato durante tutta la tesi. Si ripercorre la sua evoluzione dalle origini le

quali risalgono intorno agli anni '20, fino alla sua ultima definizione data nel 2011 dalla Commissione delle Comunità Europee.

Successivamente viene rivolta l'attenzione all'importanza della comunicazione aziendale e in particolare della comunicazione non obbligatoria di informazioni non finanziarie. Infine, vengono riportati risultati di numerose ricerche che studiano la relazione tra *Corporate Social Responsibility* e performance finanziaria. Come è stato già anticipato i risultati empirici risultano essere molto spesso contraddittori, ad ogni modo capire la possibile relazione esistente tra le due grandezze sarà necessaria per sviluppare l'analisi empirica finale.

Il secondo capitolo si focalizza principalmente sulla figura dell'analista finanziario. Viene descritto l'approccio che utilizza per valutare una società e le sue modalità di valutazione. In relazione al soggetto che completa la stima e al mutare della società oggetto di valutazione vi sono differenti metodologie. Vengono poi riportati i risultati di alcune ricerche basate su questionari rivolti agli analisti. L'obiettivo di tali ricerche è quello di indagare per capire quale tipo d'informazione essi considerano maggiormente quando devono elaborare un report. In particolare, si vuole comprendere quanto è alta l'attenzione che prestano alle informazioni comunicate tramite l'informativa volontaria; le cosiddette informazioni non finanziarie. Queste ultime considerazioni saranno necessarie per sviluppare l'analisi econometrica alla quale viene dedicato interamente il terzo capitolo.

Preso un campione di 1904 report di società quotate nel mercato azionario italiano verrà innanzitutto effettuata una *content analysis* per verificare la quantità di informazioni sulla *Corporate Social Responsibility* contenute all'interno dei report degli analisti finanziari. Successivamente, verrà esposta l'analisi econometrica condotta. L'analisi in questione ha l'obiettivo di studiare la relazione esistente tra adozione di comportamenti socialmente responsabili e raccomandazione d'investimento. Si cercherà di valutare se l'impatto delle politiche di responsabilità sociale ed ambientale adottate dall'azienda vanno ad aumentare o a ridurre il *target price* e quindi se vanno ad influenzare positivamente o negativamente la raccomandazione d'investimento.

CAPITOLO 1. Corporate Social Responsibility

1.1 Introduzione

L'integrazione sempre più profonda tra mercati e tra nazioni ha sicuramente portato innumerevoli conseguenze economiche positive che sono, da ormai diversi decenni, materia di studio per economisti, politici, storici e filosofi. Se da una parte il fenomeno della globalizzazione consente l'opportunità di crescita economica anche per nazioni a lungo rimaste ai margini dello sviluppo economico mondiale, dall'altra, vi sono effetti negativi della stessa che se non opportunamente fronteggiati potrebbero recare innumerevoli danni, sotto il punto di vista ambientale e sociale, all'intero pianeta. Il problema della globalizzazione è che questa considera come unico valore il denaro, altri valori invece come la libertà, la giustizia o la difesa dell'ambiente vengono quasi completamente accantonati.

Negli ultimi decenni si è però arrivati ad una maggiore consapevolezza del fatto che il globo possa offrire risorse limitate per la continua esistenza dell'umanità e questo ha portato gli studiosi ad evidenziare la maggiore necessità di conciliare crescita economica ed equa distribuzione.

A partire dagli anni '80 la questione ambientale e sociale è divenuta un argomento verso il quale i cittadini hanno iniziato a porvi sempre più attenzione. La spinta verso questo maggiore interesse per l'ambiente e per le risorse, ha fatto sì che le aziende, essendo costrette a adeguarsi alle esigenze del cittadino-consumatore, siano orientate sempre di più verso temi riguardanti lo sviluppo sostenibile, dove per tale si intende *“uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni”* (WCED, 1987).

Il primo capitolo, si propone di fare una panoramica sul tema della *Corporate Social Responsibility* (CSR) o *Responsabilità Sociale d'Impresa* (RSI). Si ripercorrerà l'evoluzione di questo concetto dalle sue origini fino al giorno d'oggi.

Successivamente, data l'importanza di comunicare all'esterno le politiche che le società decidono di adottare per sostenere il tema della responsabilità sociale, il capitolo concentrerà l'attenzione sulla comunicazione aziendale. In particolare, ci si focalizzerà sul significato di divulgazione volontaria di informazioni (*voluntary information disclosure*). Infine, si riportano le principali tesi sostenute in letteratura sulla relazione esistente tra

adozione di pratiche di responsabilità sociale e performance finanziaria. Questi approfondimenti pongono le basi per la giusta interpretazione dei risultati che deriveranno dalla ricerca empirica finale.

1.2 I tre pilastri della sostenibilità

Alla base della sostenibilità vi sta un concetto fondamentale; quello della “*Triple Bottom Line*” (chiamato anche 3BL), approccio ideato da John Elkington nel 1994.

Secondo la teoria 3BL, le aziende dovrebbero infatti predisporre le proprie strategie dando un giusto peso ai tre pilastri della sostenibilità: *people* (persone), *planet* (pianeta), *profit* (profitto), solo così facendo saranno in grado di sopravvivere nel mercato generando dei risultati soddisfacenti e riducendo i rischi.

Si utilizza anche l’acronimo ESG; dall’inglese: *Environmental, Social, Governance*, per indicare quelle attività che oltre a perseguire gli obiettivi tipici finanziari, tengono in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance.

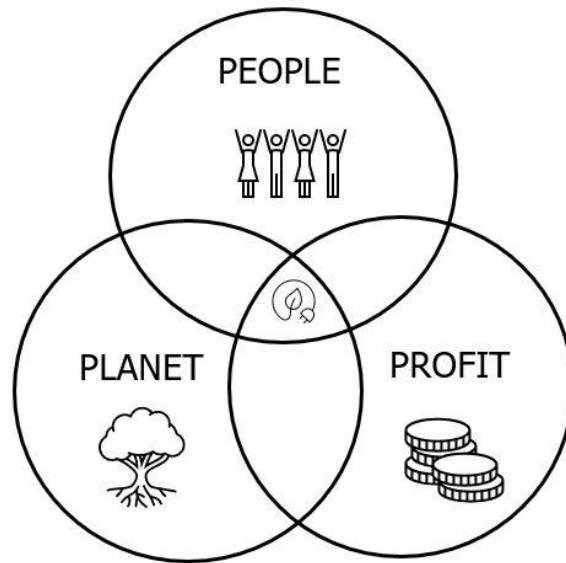
Si ritiene che lo sviluppo sostenibile di un’azienda non possa essere ottenuto attraverso iniziative isolate seguendo un approccio cosiddetto “per silos”, ma piuttosto con un processo continuo in grado di coniugare le dimensioni fondamentali della sostenibilità.

Ognuna di queste tre dimensioni fa riferimento ad un differente principio guida: preservazione dell’integrità della biosfera e dei suoi ecosistemi per la dimensione ambientale, efficienza nell’utilizzo delle risorse per generare reddito per la dimensione economica e infine, equità di accesso alle risorse per la dimensione sociale.

Solo le politiche in grado di realizzare l’equilibrio tra queste tre dimensioni saranno efficaci per la sostenibilità.

È stato proposto da molte iniziative internazionali il modello di “sostenibilità integrata”, il quale favorisce l’integrazione della sostenibilità all’interno della strategia aziendale, della governance e dei processi aziendali. L’attuazione della sostenibilità integrata necessita la pianificazione di strategie ad hoc e modelli di business che prevedano la coesistenza delle tre dimensioni.

Figura 1: Le tre dimensioni della sostenibilità



Fonte: Rielaborazione personale

Il concetto di *Triple Bottom Line* è di tipo dinamico, si evolve con la società e le pressioni che questa impone al mercato, tiene conto dei diversi e innovativi business model ed è influenzato dalle azioni governative. L'Unione Europea trova nella *Triple Bottom Line* un concetto fondamentale per le aziende ed afferma che *“la strategia dell'Unione per lo sviluppo sostenibile è basata sul principio secondo cui gli effetti economici, sociali e ambientali di tutte le politiche dovrebbero essere esaminati in modo coordinato e presi in considerazione nel processo decisionale”* (Conclusioni della presidenza, 2001).

1.3 CSR, una prospettiva storica

Dall'idea che il profitto non sia la sola preoccupazione del fare impresa, ma che ad esso debbano affiancarsi anche altre tensioni, magari poco tangibili, ma non meno centrali, si è aperto un dibattito, che dura ormai da quasi un secolo, sulla responsabilità sociale d'impresa.

Ma a cosa ci si riferisce esattamente con la locuzione *“Responsabilità Sociale d'Impresa”* (RSI) ovvero *“Corporate Social Responsibility”* (CSR)?

Ripercorrere l'evoluzione di questo concetto significa spostarsi al di là dell'oceano e tornare indietro nel tempo di quasi cento anni.

I primi dibattiti sulla CSR hanno infatti origini molto lontane, essi risalgono agli anni '20

quando l'opinione pubblica nel territorio americano iniziò a far pressione contro gli abusi di alcuni uomini d'affari. Per rispondere a tali tensioni, alcuni di questi, tra cui Rockefeller e Carnegie prendendo coscienza dell'importanza delle condizioni abitative, di salute e di sicurezza previdenziale dei lavoratori, iniziarono a sperimentare forme di filantropia d'impresa e a sviluppare forme di welfare aziendale (Zarri, 2009).

Si iniziò concretamente a parlare di responsabilità sociale solo però intorno agli anni '50 quando H. R. Bowen, il quale venne poi ritenuto padre fondatore della CSR, pubblicò l'opera *"Social Responsibilities of the Businessman"* (Bowen, 1953).

Bowen partendo dal presupposto che le imprese di maggiori dimensioni sono dei centri vitali di potere e che dunque le loro decisioni condizionano la vita della società, per la prima volta definì la CSR:

"si riferisce agli obblighi degli uomini d'affari di perseguire quelle politiche, di prendere quelle decisioni, o di seguire quelle linee di azione che sono desiderabili in termini di obiettivi e valori della nostra società" (Bowen, 1953, 6)

Egli identificava gli uomini d'affari come servitori di valori sociali nei confronti dell'intera società e non dei singoli azionisti; *"essendo servitori della società non devono trascurare i valori socialmente accettati o anteporre i propri valori a quelli della società"* (Ibidem)

Il decennio successivo segnò una crescita epocale nei tentativi di formalizzare più precisamente la CSR. A partire dagli anni '60 infatti furono numerosi gli studiosi che si sforzarono di affermare al meglio il suo significato.

Vi erano due correnti di pensiero, da una parte c'era chi sosteneva la fondamentale importanza dell'impresa nella società, dall'altra chi sosteneva che lo scopo esclusivo delle aziende fosse quello di generare profitto e che tutto ciò che poteva compromettere l'efficienza dell'impresa rappresentava un mero costo che doveva essere eliminato.

Keith Davis, uno dei massimi studiosi in tema di Responsabilità Sociale delle imprese e principale sostenitore del primo gruppo di pensiero, elaborò una propria definizione di CSR e la definì come:

"le decisioni e azioni intraprese dai businessman, al di là dell'interesse tecnico o economico dell'impresa" (Keith, 1960, 70).

Fu uno dei primi ad accennare alla possibilità che, nel lungo periodo, un comportamento socialmente responsabile possa portare beneficio al risultato economico aziendale.

Il maggiore sostenitore del secondo gruppo fu invece Milton Friedman, convinto difensore della teoria neoclassica e neoliberista. Egli sosteneva che l'unico obiettivo delle imprese era quello di generare e massimizzare il profitto nei confronti degli azionisti, i problemi di tipo ambientale e sociale dovevano essere risolti dai governi in quanto, non generando alcun vantaggio per le imprese, non rientravano nelle loro attività.

Friedman scindeva impegno sociale e *mission*, la celebre frase che descriveva il suo pensiero fu:

"c'è una e una sola responsabilità sociale d'impresa: usare le proprie risorse e impegnarsi in attività volte ad incrementare i propri profitti a patto di rispettare le regole del gioco, vale a dire competere apertamente senza inganno o frode" (Friedman, 1970, 6).

Con il passare degli anni sono aumentate sempre più le attenzioni rivolte alla responsabilità sociale. Un contributo rivoluzionario al concetto di CSR venne dato dal Committee for Economic Development (CED) nella sua pubblicazione del 1971 *"Social Responsibilities of Business Corporation"*. Questo gruppo di uomini d'affari e alti dirigenti esposero la propria idea di CSR introducendo "l'approccio dei cerchi concentrici". Attraverso questo approccio diedero una proposta della relazione che dovrebbe intercorrere tra impresa e società.

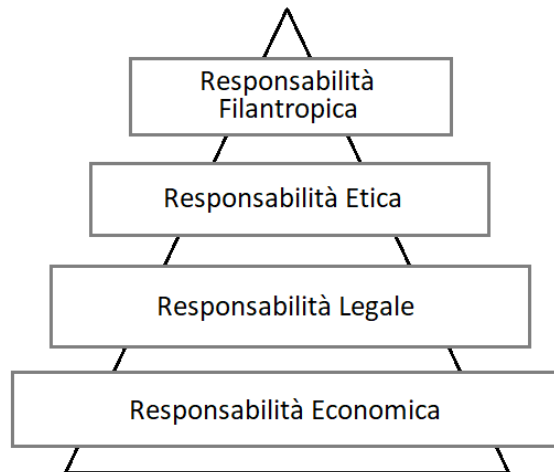
Il cerchio più interno (*"inner circle"*) identifica le responsabilità primarie di un'impresa per eseguire in modo efficiente la funzione economica in termini di produzione, sviluppo della forza lavoro e crescita economica.

Il cerchio intermedio (*"intermediate circle"*) identifica la responsabilità di esercitare questa funzione economica con una consapevolezza dei valori e delle priorità sociali quali ad esempio: rispetto della conservazione ambientale e rapporti con i dipendenti. Infine, il cerchio più esterno (*"outer circle"*) delinea responsabilità emergenti e non totalmente definite che le imprese dovrebbero assumere per essere maggiormente coinvolte nel miglioramento attivo dell'ambiente sociale in cui operano, quali ad esempio: povertà e degrado urbano.

In questo contesto, fu di fondamentale importanza il pensiero di Archie B. Carroll il quale nel 1979, diede una definizione innovativa di CSR e la presentò come un insieme di

quattro diverse tipologie di responsabilità. Egli elaborò una piramide identificando in ordine crescente quattro livelli di responsabilità dell'impresa: economica, legale, etica e filantropica (discrezionale).

Figura 2: La piramide di Carroll, quattro livelli di responsabilità



Fonte: Rielaborazione personale

La piramide mette in evidenza la responsabilità dell'impresa in modo gerarchico.

Il primo gradino rappresenta l'obiettivo più importante per l'impresa ovvero quello di generare un risultato economico positivo verso gli azionisti ed il mercato. Nel secondo livello vi è la responsabilità legale, con questa si intende l'obbligo verso la legge dello Stato in cui opera l'azienda. Il terzo livello include le responsabilità etiche, cioè le pratiche e le attività che pur non essendo indicate da nessuna norma di legge, la società si aspetta che l'azienda metta in atto. Al vertice della piramide vi è la responsabilità filantropica o discrezionale, in questo livello si identificano tutte quelle attività puramente volontarie che permettono all'azienda di migliorare il benessere della collettività.

Solo procedendo con l'adempimento simultaneo di tutti e quattro i livelli, l'impresa può essere considerata socialmente responsabile.

Fu poi negli anni '80 che presero corpo tre filoni di pensiero che influenzarono quasi definitivamente il concetto di responsabilità sociale d'impresa: la teoria degli *stakeholder*, lo studio sul *Business Ethics* e lo sviluppo del concetto di *Corporate Social Performance* (Zarri, 2009).

La cosiddetta "*Stakeholder Theory*" venne elaborata da R. Edward Freeman nel 1984. Il pensiero alla base di questa teoria prevede che l'impresa per ottenere e conservare il

proprio successo necessita di intrattenere relazioni consolidate con i portatori di interesse: gli stakeholder, che Freeman definì come “*gruppi o soggetti che sono influenzati o possono influenzare il raggiungimento degli obiettivi dell’impresa*” (Freeman, 1984, 46). L’impresa dovrà dunque agire non solo con l’obiettivo di massimizzare il profitto ma anche con l’intento di soddisfare l’interesse di tali soggetti, attraverso un impegno esplicito e duraturo che vada ben oltre gli obblighi imposti dalla legge. Grazie a questa teoria si aggiunge un tassello fondamentale alla definizione di CSR perché per la prima volta vengono indicati precisamente quali sono quei soggetti verso cui si manifesta la responsabilità sociale.

Come si è detto, negli anni ‘80 nasce un ulteriore filone di studi denominato “*Business Ethics*”, il quale ritiene che i valori etici debbano fondare i comportamenti delle imprese. L’impresa responsabile ha dunque l’obbligo di introdurre questioni di tipo etico nelle logiche degli affari. Se la CSR nasceva a causa di una pressione esterna da parte della società nei confronti dell’impresa, attraverso la corrente di pensiero del “*Business Ethics*” è l’impresa che vuole fornire adeguate giustificazioni in merito alle azioni che vuole intraprendere, ponendo particolare attenzione ai valori etici che stanno alla base dei propri comportamenti.

Infine, merita un accenno lo sviluppo della teoria della *Corporate Social Performance* (CSP). Al contrario della CSR che sofferma l’attenzione sul risultato d’impresa, questo nuovo approccio ha il focus sul processo e i metodi con i quali un’impresa identifica i propri obiettivi e fa coniugare i propri interessi con quelli degli stakeholder (Jones, 1980). L’autore S. Prakash Sethi, considerato uno degli autori più rappresentativi della CSP, in un articolo pubblicato nel 1975 propose una categorizzazione della CSR basata su tre diverse dimensioni che descrivono il comportamento dell’impresa:

- *Social Obligation*. L’autore si riferisce a tutti gli obblighi che un’impresa ha in base ai vari vincoli di mercato o a causa delle imposizioni legali
- *Social Responsibility*. In questo caso non si parla di obblighi ma di azioni volontarie attraverso le quali l’impresa viene paragonata ad un buon cittadino in grado di dare un proprio contributo alla società, in misura maggiore di ciò che le viene legalmente richiesto
- *Social Responsiveness*. Attraverso questa dimensione si supera la staticità dell’approccio della CSR. Le imprese devono essere in grado di anticipare e prevenire le esigenze sociali che la società richiede.

Gli anni ‘90 furono caratterizzati dalla nascita di aziende di tipo globale, all’interno delle

quali la filantropia si espanse considerevolmente e nuovi concetti come: investimenti sociali globali, reputazione aziendale e politica sociale d'impresa divennero consistenti (Carroll, 2008).

Il dibattito teorico della CSR iniziò così a spostare il proprio focus; dall'impresa, al più ampio contesto competitivo e territoriale del quale essa è parte.

La spinta verso un interesse sempre maggiore rispetto alla *Corporate Social Responsibility* ha fatto sì che varie istituzioni, internazionali ed europee, iniziassero a proporre svariati documenti per incentivare le società a adottare comportamenti socialmente responsabili. In particolare, nel 2001, la Commissione Europea ha pubblicato il *Libro Verde "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese"* in cui vengono descritte le caratteristiche, le criticità e le opportunità dell'applicazione della CSR. Nel documento la Commissione Europea dà una prima definizione ufficiale di CSR:

"l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate" (Commissione Europea, 2001)

solo recentemente questa definizione è stata rivista e perfezionata dalla Commissione stessa, la quale, nel semplificarla, ne ha in qualche modo ampliato la portata.

La CSR è ora definita come:

"la responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società" (Commissione Europea, 2011, 7)

Come risulta fin qui evidente, nel corso degli anni si è affermata e perfezionata la definizione di Responsabilità Sociale d'Impresa. Il dibattito su questa materia è ancora acceso e data la sua importanza sono molte le istituzioni internazionali ed europee che hanno proposto numerosi documenti per incentivare le imprese a adottare comportamenti socialmente responsabili. Ripercorriamo brevemente quali sono state le principali iniziative istituzionali in ambito di CSR:

- 1972: Conferenza ONU di Stoccolma;

- 1992: Conferenza ONU Rio de Janeiro: Summit della Terra, United Nations Conference on Environment and Development (UNCED) in italiano “Conferenza sull’ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite”.
Vennero definite due Convenzioni Globali e vennero sottoscritti tre documenti altresì molto importanti:
 1. La “Dichiarazione di Rio sull’Ambiente e lo Sviluppo” che definisce in 27 punti i diritti e le responsabilità delle nazioni nei riguardi dello sviluppo sostenibile;
 2. L’ “Agenda 21”; programma d’azione che individua lo sviluppo sostenibile come prospettiva da perseguire a livello globale;
 3. La “Dichiarazione dei principi sulle foreste” che sancisce il diritto degli Stati di utilizzare le foreste secondo le proprie necessità, senza ledere i principi di conservazione e sviluppo delle stesse;
 4. La “Convenzione quadro sui cambiamenti climatici” che pone obblighi di carattere generale mirati a contenere e stabilizzare la produzione di gas che contribuiscono all’effetto serra;
 5. La “Convenzione sulla diversità biologica” con l’obiettivo di tutelare le specie nei loro habitat naturali e riabilitare quelle in via di estinzione
- 1995: Costituzione associazione “*CSR Europe*”;
- 1999-2000: United Nations Global Compact, iniziativa delle Nazioni Unite nata per incoraggiare le aziende di tutto il mondo a adottare politiche sostenibili e nel rispetto della responsabilità sociale d’impresa e per rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese. Invita le imprese a aderire a dieci principi universali nelle aree dei diritti umani, lavoro, sostenibilità ambientale e anticorruzione;
- 2000: Consiglio Europeo di Lisbona e Consiglio Europeo di Nizza, emerge l’obiettivo di rendere, in 10 anni, il contesto economico europeo più competitivo, dinamico e sostenibile.
MDG o “Millennium Development Goals”: 8 obiettivi da raggiungere per il 2015
- 2001: la Commissione Europea pubblica il Libro Verde “*Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*”;
- 2002: Rio+10 Summit mondiale sullo sviluppo sostenibile;

- 2002: la Commissione Europea istituisce il Multi-stakeholder Forum e predispone la redazione del Libro Bianco;
- 2002: *Progetto CSR-SC*, proposto in Italia dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali ha come obiettivo principale la promozione di una cultura della responsabilità all'interno del sistema industriale e di accrescere il grado di consapevolezza delle imprese sulle tematiche sociali, ambientali e della sostenibilità;
- 2004: la Sottocommissione dell'ONU per la promozione e tutela dei diritti umani, avanza la proposta di emettere le *"Norme sulla responsabilità delle società multinazionali e di altre imprese in relazione ai diritti umani"*. Per la prima volta l'approccio normativo scelto viene articolato sia nell'impegno a monitorare le multinazionali, che ad intraprendere azioni legali contro le imprese che violano tali norme;
- 2006: la Commissione europea presenta la seconda Comunicazione sulla RSI per promuovere l'iniziativa: *"Alleanza Europea per una Impresa Competitiva e sostenibile – rendere l'Europa un polo d'eccellenza sulla CSR"*;
- 2007: Risoluzione del Parlamento europeo sulla CSR: un nuovo partenariato;
- 2012: Rio+20 Conferenza sullo sviluppo sostenibile;
- 2012: Piano d'azione nazionale sulla Responsabilità Sociale d'Impresa, vengono descritte le azioni prioritarie e i progetti di CSR, elencando 6 obiettivi primari da raggiungere;
- 2015: Agenda 2030, programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità sottoscritto dai governi dei Paesi membri dell'ONU. Essa ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile in un grande programma d'azione per un totale di 169 traguardi;
- 2019: Climate Action Summit, New York con l'obiettivo di intensificare gli sforzi per affrontare la crisi climatica.

1.4 Comunicazione in termini di sostenibilità

1.4.1 La comunicazione aziendale

Per riuscire a sviluppare un sistema di rapporti duraturi e stabili nel tempo l'impresa deve possedere un efficace ed efficiente sistema comunicativo necessario per trasmettere al mercato nel modo più trasparente possibile le politiche e le informazioni aziendali. La trasparenza si rivela una nuova forma di potere che se usata nel modo corretto diventa alquanto redditizia.

Originariamente la comunicazione aziendale era una semplice relazione unidirezionale; le aziende attraverso le proprie campagne pubblicitarie promuovevano i loro prodotti e cercavano di trasmettere i valori distintivi che le contraddistinguevano da tutte le altre realtà concorrenti. Oggi invece la comunicazione è diventata di tipo bidirezionale sfruttata dalle aziende per rispondere alle domande e alle esigenze dei soggetti esterni ed interni ad essa, gli stakeholder.

La comunicazione aziendale deve far parte della strategia aziendale, è necessario che vi sia un organismo interno in grado di elaborare sistemi di comunicazione differenziati in base al pubblico di riferimento.

La sopravvivenza e il successo di un'impresa derivano infatti dalla capacità di ottenere risorse dall'esterno, per farlo è necessario che l'impresa riesca ad interagire il più possibile con l'ambiente che la circonda comunicando i propri punti di forza e rendendo visibile e percepibile la propria identità ed immagine. L'impresa, che per sopravvivere ha bisogno di risorse, solo grazie alla propria credibilità strategica sarà in grado di attrarre potenziali finanziatori e investitori.

Un'adeguata opera di comunicazione con il pubblico diviene in questo contesto *“condizione necessaria, anche se non sufficiente, per guidare l'impresa verso il raggiungimento dei suoi fini istituzionali” (Demattè, 1988).*

Fino a non molti anni fa si era soliti effettuare una distinzione tra comunicazione interna e comunicazione esterna, come se si trattasse di due tipologie di comunicazione da affrontare con mezzi e strumenti differenti. Oggi invece compreso che il confine tra ciò che è interno all'azienda e ciò che è esterno è alquanto labile, si cerca di ricomprendere in un unico concetto entrambi i tipi di comunicazione, gestendoli in modo integrato.

Ciò nonostante, è possibile suddividere la comunicazione d'impresa in quattro macroaree

che si differenziano per obiettivi, contenuto e pubblico di riferimento il quale può avere in certi casi specifici bisogni e prerogative (Corvi, 2000).

Perciò si può parlare di area di comunicazione istituzionale, area di comunicazione gestionale, area di comunicazione commerciale e area di comunicazione economico-finanziaria, ci focalizzeremo in particolare su quest'ultima.

La comunicazione economico-finanziaria ha l'obiettivo di fornire informazioni, principalmente agli attuali e possibili investitori, sui risultati raggiunti e sull'andamento della situazione aziendale; esplicitando i risultati economici, reddituali e patrimoniali dell'impresa, la sua capacità nel generare valore e quelle che sono le prospettive di crescita futura.

Fino agli anni '70 parlare di informativa economico-finanziaria volta alla divulgazione di particolari notizie verso i dipendenti e verso gli interlocutori esterni, appariva come una violazione del principio della riservatezza aziendale. Si pensava che la gestione e la conoscenza delle dinamiche dell'organizzazione fosse di competenza esclusiva del proprietario, la divulgazione di notizie all'esterno poteva in qualche modo favorire la concorrenza.

Con l'evoluzione del contesto ambientale le imprese si sono rese conto che diventava necessario raggiungere un certo livello di consenso attorno a sé, solo comunicando, rendendo visibili e condivisibili le informazioni interne, l'impresa sarebbe stata in grado di raggiungere questo livello di fiducia.

L'esigenza sempre più impellente di interagire con il mondo esterno, la velocità di movimentazione dei flussi finanziari e la ricerca di efficienza nel funzionamento dei mercati ha fatto sì che la comunicazione assumesse sempre più un ruolo centrale e strategico all'interno dell'impresa.

Si era però consapevoli che non era solo un aumento quantitativo delle informazioni che rendeva l'azienda più trasparente, ciò che era ed è ancor oggi più importante è la qualità delle informazioni che vengono trasmesse al pubblico.

Definita l'informazione economico-finanziaria, possiamo distinguere al suo interno due differenti livelli.

1. Primo livello di informazione economico-finanziaria o "livello di base" risponde ai bisogni legislativi e regolamentari ovvero quei bisogni che il legislatore ha

considerato necessari per la tutela dei soggetti (*mandatory disclosure, informazione obbligatoria*)

2. Secondo livello di informativa economico-finanziaria è detta volontaria o integrativa (*voluntary disclosure*), è la comunicazione che l'azienda, autonomamente e senza obblighi normativi decide di divulgare, soddisfa il continuo e sempre più raffinato bisogno informativo che i vari stakeholder aziendali chiedono all'impresa per poter valutare le sue capacità.

1.4.2 L'informativa volontaria

L'uso esclusivo del linguaggio numerico, l'impossibilità di descrivere le risorse immateriali dell'impresa e la mancanza di dati prospettici, limita fortemente l'utilità della rendicontazione obbligatoria. Sebbene ci sia stato uno sviluppo, vi sono ancor oggi molte critiche in quanto si ritiene che essa non sia in grado di descrivere in modo del tutto idoneo ed esauriente la realtà aziendale. Questo si traduce in una problematica per l'azienda di comunicare quella che è la strategia che persegue e le sue politiche sul rischio, per tale motivo gli stakeholder richiedono sempre più nuovi standard di rendicontazione che contengano informazioni aggiuntive. Ecco dunque che per superare tutti quelli che sono i limiti dell'informativa obbligatoria le aziende hanno iniziato a predisporre documenti di natura prettamente volontaria.

La comunicazione volontaria non viene regolamentata o assoggettata ad espliciti obblighi normativi, si tratta di un'offerta aggiuntiva di informazioni che va ad integrare e completare quella di stampo legislativo, con dati che risultano più utili ed efficaci per ottenere una comunicazione trasparente. È quindi lasciata alla libera scelta della società la quale sfruttandola la può utilizzare come strumento per comunicare il proprio valore aggiunto e ciò che la contraddistingue dai concorrenti, in modo da migliorare la propria immagine aziendale, ricercando il consenso del pubblico.

A fronte di tutti i benefici che la società può ottenere nel momento in cui decide di avvalersi dell'informativa volontaria, non devono però essere trascurati i possibili costi che l'azienda dovrà sostenere.

La *disclosure* volontaria, prescindendo dai generali costi di diffusione, può generare infatti altre potenziali tipologie di costi. L'azienda fornendo troppe informazioni potrebbe rischiare di esporsi eccessivamente nei confronti della concorrenza ed incorrere nei cosiddetti *competitive cost*. Oppure i cosiddetti *bargaining cost*, quando in seguito alla

conoscenza di determinate notizie aumenta il potere contrattuale dei clienti, fornitori e dipendenti. Infine, i costi di continuità dell'informativa volontaria, i quali nascono nel momento in cui l'azienda deve mantenere sempre lo stesso livello di informativa anche in presenza di andamenti negativi.

Molto spesso l'estensione dell'informativa obbligatoria viene utilizzata per superare la mera visione utilitaristica. Il cambiamento nel panorama degli investitori; da un tipico investitore il cui unico obiettivo era il ritorno finanziario ad uno invece con un ampio focus sulla performance sociale sostenibile, non solo ha richiesto alle organizzazioni di riorganizzare quello che è il loro modo di fare impresa, ma ha richiesto anche di riprogettare le modalità attraverso le quali le informazioni dovrebbero essere comunicate agli interessati.

Oggi infatti gli investitori valutano non solo i prodotti e i servizi offerti dalle imprese ma anche la strategia e la gestione aziendale delle stesse.

Le imprese dunque per essere competitive ed avere successo in questa nuova era sono costrette a comportarsi in modo responsabile e sostenibile, non solo per dar vita ad un ambiente imprenditoriale salutare, ma per la loro stessa sostenibilità, per ottenere vantaggi competitivi e generare profitti più alti.

Per competere nei mercati non è più sufficiente focalizzarsi solo sugli aspetti quantitativi, oggi infatti non si può più fare business senza prescindere da considerazioni di tipo ambientale e/o sociale, ecco dunque che "creare valore" assume un significato diverso, più completo rispetto a quello iniziale prettamente economico. L'informazione integrativa negli ultimi anni, si sta sviluppando molto nell'ambito della sostenibilità. L'azienda ha sempre più interesse nel mostrare all'esterno quello che è il suo impegno sociale ed ecologico nei processi di gestione dell'impresa, per riuscire a distinguersi dai concorrenti e per trasmettere la propria presa di posizione riguardo tali temi. Appare necessaria l'adozione di strumenti che consentano di rappresentare l'impatto che ogni attività d'impresa ha sull'ambiente circostante e quelle che sono le linee d'azione che un'azienda decide di intraprendere in termini di sostenibilità.

Nasce così per la società l'esigenza di trasmettere ai vari portatori d'interesse informazioni cosiddette non finanziarie, dove per tali intendiamo:

"[...] a tutte le informazioni, comunicate agli azionisti e agli altri stakeholder, che non siano

definite da uno standard di accounting o da un calcolo basato su uno standard di accounting, [...]. Dunque, le informazioni non finanziarie possono includere le informazioni economiche [...], i rapporti che usano informazioni contabili [...] e misure di tipo contabile per cui non esistono standard formali [...]” (Eccless et al., 2010, 83)

Le informazioni non finanziarie ricomprendono tre categorie:

1. *Asset intangibili*: ovvero tutto ciò che non è “fisicamente tangibile” e misurabile. Le risorse intangibili, da sole o in combinazione con altre attività, aggiungono valore agli *asset* materiali dell’impresa consentendole di generare un rendimento del capitale superiore a quello medio del settore. Gli intangibili sono dunque alla base del processo di creazione del valore ma allo stesso tempo, a causa della loro mancanza di analiticità, sono una delle principali cause di imperfezione e distorsione dei processi valutativi. Gli *asset* intangibili vengono generalmente classificati in tre macro-classi: intangibili di marketing, intangibili tecnologici e intangibili di conoscenza.
2. *Key Performance Indicators (KPI)*: indicatori adottati per misurare le prestazioni di un’azienda. Possono essere utilizzati come strumenti di controllo delle performance o come strumenti di pianificazione utili per programmare le attività future in un’ottica di miglioramento. I KPI sono dunque parametri che possono riguardare: la fidelizzazione della clientela, la qualità dei prodotti offerti, il contenimento dei costi, i monitoraggi effettuati sull’organizzazione ecc.
3. Parametri ESG: ovvero i parametri ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social and corporate Governance*) che misurano le performance dell’azienda in ognuno di questi campi. L’aumento di rendicontazione di questi parametri indica la consapevolezza delle aziende della necessità di oltrepassare le prospettive finanziarie e di valutare gli impatti dell’attività aziendale sull’ambiente, sulle condizioni di lavoro e sulla comunità.

Da una maggiore consapevolezza dei limiti della contabilità finanziaria e dalla continua necessità dell’azienda di comunicare in modo trasparente al mercato tutta la propria complessità aziendale, mettendo in evidenza oltre che le informazioni finanziarie anche quelle che abbiamo definito informazioni non finanziarie, nasce un nuovo documento contabile: il bilancio sociale.

Il bilancio sociale è uno strumento utilizzato per dare un’informativa strutturata e

puntuale a tutti i soggetti interessati, sull'operato dell'impresa in ambito di sviluppo sostenibile. La società che decide di adottarlo potrà dare maggiore visibilità all'attività svolta, rafforzando il consenso pubblico. Rappresenta quindi un'occasione per affermare il concetto di impresa come "buon cittadino", cioè un soggetto economico che pur perseguendo il proprio interesse contribuisce a migliorare la qualità della vita dei membri della società in cui è inserito.

Nasce negli Stati Uniti intorno agli anni '70 come forma di comunicazione delle imprese verso consumatori maggiormente sensibili, in Italia inizia invece a svilupparsi intorno agli anni '80.

In Italia, nel 1998 fu il GBS "Gruppo di studio per la statuizione dei principi di redazione del Bilancio Sociale" a delineare le caratteristiche principali di redazione e a fornire una guida sulle finalità di questo strumento.

È un documento che viene definito "autonomo", cioè distinto dal bilancio d'esercizio, al quale è tuttavia collegato in quanto da esso riprende parte delle informazioni economiche; deve essere redatto periodicamente e la forma di redazione è libera anche se devono essere seguiti alcuni criteri generali che consentano la comparabilità.

L'altra faccia del bilancio sociale è costituita dal Codice Etico. Il Codice Etico esplicita i principi a fondamento della cultura aziendale. Rappresenta una sorta di carta costituzionale con all'interno l'indicazione di tutti i comportamenti individuali che i vari partecipanti alla vita dell'impresa devono detenere.

Inoltre, qualora l'attività, il settore o la strategia aziendale dimostrino relazioni di particolare rilievo nell'ambito dell'ecologia, l'impresa può elaborare un'ulteriore informativa specifica: il bilancio ambientale. Esso è infatti uno strumento volontario utilizzato dalle aziende per comunicare e informare in modo più approfondito le principali relazioni tra impresa e ambiente.

Infine, nel tentativo di conciliare in un unico documento tutti gli aspetti economico-finanziari, sociali ed eco-ambientali nasce il rapporto di sostenibilità o bilancio di sostenibilità.

Essendo un documento di carattere volontario, anche per il bilancio di sostenibilità non esiste una metodologia di rendicontazione specifica. Già da molti anni però si è cercato di sviluppare delle linee guida per la predisposizione di questo documento, in particolare le

linee guida GRI.

Il GRI è in realtà l'associazione no-profit fondata a Boston nel 1997 che ha studiato e stilato il "*GRI Framework Reporting*" documento che fornisce indicazioni e principi di base per rendicontare le performance economiche, sociali e ambientali.

La prima versione delle linee guida venne pubblicata nel 2000, ne segue una seconda pubblicata nel 2002 (G2), una terza pubblicata nel 2006 (G3) con un aggiornamento nel 2013 (G3.1) ed una quarta versione (G4), infine nel 2016 dopo un processo lungo ed articolato, le vecchie linee guida (GRI G4 Guidelines) sono state riformulate e aggiornate dando vita ai nuovi GRI Sustainability Reporting Standards (GRI Standards).

Il contenuto delle linee guida segue una struttura modulare e interdipendente, nello specifico il sistema distingue tre standard universali e tre serie di standard specifici per le tre dimensioni fondamentali della sostenibilità.

La rendicontazione aziendale così come appena descritta prevede comunque una serie di limitazioni. Seppur con il bilancio di sostenibilità si sia cercato di integrare all'interno di un unico documento tutte quelle che sono le informazioni aziendali, esso non è ancora sufficiente per analizzare complessivamente l'azienda.

Nasce così il Report Integrato documento in grado di evidenziare in che modo le informazioni finanziarie e non finanziarie interagiscono e si influenzano a vicenda.

Il Report Integrato non consiste nella semplice combinazione e somma di documenti finanziari e sociali, ma è una rappresentazione olistica dei risultati aziendali che integra i dati finanziari con quelli ambientali e sociali (Supino, Sica, 2011).

Secondo la prospettiva olistica, il Report Integrato viene considerato un vero e proprio strumento di rendicontazione che nasce dalla consapevolezza per le aziende di una nuova *mission* in grado di perseguire congiuntamente obiettivi di creazione del valore economico e sociale (Paternosto, Quarchioni, 2013).

Per promuovere e delineare un quadro comune sulla rendicontazione integrata negli anni sono nate molte iniziative, il percorso verso la rendicontazione integrata ha inizio nel 1994 in Sud Africa.

Quell'anno infatti, venne pubblicato il primo King Code sul governo societario (King I); il primo codice di corporate governance per il Sud Africa. L'obiettivo di questo codice era quello di invitare le organizzazioni a diffondere anche informazioni non finanziarie

sostenendo un approccio integrato che coinvolgesse tutte le parti interessate.

Nel 2002 fu sollecitata una revisione del rapporto e venne così pubblicato il King II il quale includeva nuove sezioni sulla sostenibilità, ma la sostenibilità così come trattata nel King II non era ancora pienamente integrata agli altri aspetti aziendali. Fu infatti l'ultima evoluzione del codice, il King III, pubblicato nel 2009 a seguito di numerosi scandali finanziari, il quale integrò in un unico rapporto governance, strategia e sostenibilità.

Emerse così per la prima volta il concetto di *Integrated Reporting* definito come:

“una rappresentazione olistica e integrata delle prestazioni dell'azienda sia in termini di finanza sia in termini di sostenibilità” (Institute of Directors in Southern Africa, 2009, 91).

A partire da marzo 2010 i principi di rendicontazione devono essere obbligatoriamente seguiti da tutte le imprese quotate alla Johannesburg Stock Exchange (JSE), se ciò non accade, la società inadempiente deve darne valide motivazioni in base al principio *“apply or explain”*.

Nel 2016 infine venne pubblicata l'ultima versione: King IV con l'obiettivo di aumentare l'accessibilità dei codici e la raffinatezza dei suoi principi.

Uno dei maggiori cambiamenti che il King IV mira a realizzare è la maggior inclusione delle parti interessate nel processo decisionale aziendale, ampliando e integrando la definizione di “buona cittadinanza aziendale” come parte del business.

Nel 2004 venne istituito dal Principe Del Galles il progetto *“Accounting for Sustainability”* (A4S).

Nel 2007 l'A4S pubblicò un documento intitolato *“Accounting For Sustainability Report: The Connected Reporting Framework”* e successivamente, nel 2009, una guida pratica per aiutare le aziende nell'integrazione del concetto di sostenibilità all'interno dei processi decisionali e di rendicontazione intitolata *“Connected Reporting - A practical guide with worked examples”*.

Ancora non si parlava di Report Integrato ma piuttosto di *Connected Reporting*.

Il framework progettato dal Principe del Galles non può essere considerato uno standard di rendicontazione, esso infatti non va oltre l'esposizione di alcuni esempi pratici e alcuni suggerimenti, rappresenta piuttosto un tentativo per stimolare le aziende ad una nuova e completa forma di comunicazione.

Fu nel novembre 2009, a seguito di un incontro organizzato dal Principe del Galles e il *Global Reporting Initiative* (GRI) che nacque l'*International Integrated Reporting Council* (IIRC).

Al momento della sua formazione, l'obiettivo dell'IIRC era quello di sviluppare un modello di reporting integrato accettato a livello internazionale che rappresentasse in modo complessivo le performance dell'azienda e che potesse dare conoscenza dei modi in cui un'organizzazione genera valore nel tempo.

Dopo un processo di consultazione, l'IIRC ha pubblicato la prima versione del suo "Framework integrato internazionale di segnalazione <IR>" (<IR> Framework) nel dicembre 2013. Esso rappresenta il primo framework ufficiale sul Report Integrato, riconosciuto a livello globale, il quale espone i Principi Guida ovvero l'indicazione di come le informazioni devono essere presentate e gli Elementi di Contenuto ovvero le categorie chiave di informazioni che devono essere incluse in una relazione integrata. Seguendo questo approccio, viene garantita la comparabilità tra report di organizzazioni diverse, questo avrà il vantaggio di garantire nel tempo un'economia più stabile grazie ai principi guida condivisi.

1.5 Relazione tra impresa sostenibile e performance aziendali

Abbiamo introdotto il tema della *Corporate Social Responsibility* analizzando come tale concetto si sia evoluto nel corso del tempo, sotto la pressione di eventi storici pubblici e internazionali. Come precedentemente evidenziato, la questione in materia di CSR ha suscitato molti dibattiti e continua ad essere il fulcro di numerose discordie tra economisti e studiosi.

I consumatori iniziano ad acquistare sempre più in modo cosciente e consapevole, nel rispetto degli altri, di sé stessi e dell'ambiente, non prendendo in considerazione solo il soddisfacimento di un proprio bisogno immediato.

Le aziende devono essere in grado di cogliere quali sono le esigenze dei propri consumatori, solo così facendo riusciranno a vendere i propri prodotti e ad ottenere un ritorno economico che gli possa permettere di sopravvivere e di superare gli ostacoli di un mercato sempre più competitivo.

La letteratura rivela che esistono una serie di pratiche e iniziative che possono essere implementate da un'azienda, per migliorare le proprie prestazioni in un contesto socialmente responsabile, ciò ha acceso discussioni sugli effetti che l'adozione volontaria di queste pratiche può avere sui risultati economici dell'azienda.

La ricerca che studia la relazione che intercorre tra responsabilità sociale e performance finanziaria è esplosa negli anni '80.

Contro l'opinione tradizionale, negli ultimi anni, diversi articoli hanno sostenuto che esistono opportunità competitive associate ad una gestione rispettosa dell'ambiente. Tuttavia, il supporto empirico è ancora scarso e talvolta contraddittorio.

C'è chi sostiene che i costi della responsabilità sociale siano minimi e che le imprese possano effettivamente beneficiare dall'adozione di azioni socialmente responsabili e chi invece sostiene che l'impresa debba affrontare un compromesso tra responsabilità sociale e risultati finanziari.

L'economista americano Milton Friedman, nel suo articolo del 1970 apparso sul New York Times, dichiarò risolutamente che la responsabilità sociale delle imprese è quella di aumentare i loro profitti.

I dirigenti aziendali, in qualità di agenti degli azionisti, non hanno il mandato di intraprendere progetti socialmente responsabili che non migliorano la capacità di generare reddito. Secondo Friedman, le società dovrebbero esclusivamente concentrarsi su quelle attività che sono correlate al profitto aziendale cercando di massimizzare il valore dell'azienda. Egli riteneva che gli operatori di mercato, perseguendo i propri interessi egoistici (cercando profitti), sono guidati da una "mano invisibile" e involontariamente vanno a beneficio della società nel suo complesso.

Egli affermava che l'impegno nella CSR è sintomatico di un problema d'agenzia o di un conflitto tra gli interessi dei dirigenti e degli azionisti.

Chi, come Friedman, sostiene che la relazione tra performance sociali e performance finanziarie sia negativa, ritiene che le aziende che performano responsabilmente incorrano in uno svantaggio competitivo perché sostengono costi che potrebbero essere evitati o sostenuti da altri (individui o autorità governative) (Waddock, Graves, 1997).

Al contrario, negli ultimi anni, sono state fornite prove empiriche dell'esistenza di una relazione positiva tra proattività ambientale e misure delle prestazioni aziendali. Chi appoggia questi risultati ritiene che le aziende che decidono di adottare criteri socialmente responsabili riescano a sovraperformare rispetto alle altre aziende che non sono socialmente responsabili.

Da qui nasce il "*paradosso del costo sociale*"; investendo in queste attività l'azienda va a sostenere dei costi com'è dunque possibile che questo si traduca in maggiori profitti per l'azienda stessa? (Pava, Krausz, 1996)

La CSR rappresenta per l'azienda una forma d'investimento, sulla base di questa prospettiva, è necessario che l'azienda sia consapevole delle risorse che dovrà dedicarci e

allo stesso tempo dovrà essere in grado di valutare quali saranno i possibili vantaggi che l'investimento sarà in grado di generare (McWilliams, Siegel, 2001).

Tra le risorse necessarie per effettuare questo investimento l'azienda avrà bisogno di:

- *Capitale aggiuntivo per l'acquisto di attrezzature, macchinari e immobili dedicati alla CSR.* Sebbene i costi di capitale saranno più elevati, essi non aumenteranno uniformemente tra le imprese. L'uso del capitale nella fornitura di attributi CSR può infatti comportare "economie di scala". Quando esse esistono, grandi imprese avranno costi medi inferiori rispetto a piccole imprese. Lo stesso principio vale per le cosiddette "economie di scopo", imprese diversificate avranno costi medi inferiori per la fornitura di attributi CSR rispetto a imprese incentrate su un solo settore.
- *Beni e Servizi.* L'azienda dovrà utilizzare servizi e acquistare beni promuovendo le attività locali. La maggior parte delle volte risulteranno essere più costosi rispetto a prodotti convenzionali importati da altri stati o paesi.
- *Forza Lavoro.* Le imprese per avanzare pratiche di CSR dovranno assumere personale aggiuntivo o migliorare i rapporti di lavoro già esistenti. I costi del personale legato alla CSR e i benefici aggiuntivi forniti ai lavoratori aumenteranno il costo del lavoro complessivo delle imprese.

Quali sono invece i possibili vantaggi che potrà ottenere un'impresa che decide di essere socialmente responsabile?

- *Rafforzamento dell'immagine e della reputazione aziendale.* Un'impresa che segue politiche di sostenibilità va a rafforzare la sua identità sul mercato alimentando la fiducia e la fedeltà della marca stessa nei suoi rapporti con i diversi stakeholder.
- *Incremento delle vendite.* I consumatori sono sempre più attratti verso quelle imprese che pongono il loro impegno per aumentare la sostenibilità sociale. Acquistare beni e servizi da queste imprese si traduce nella convinzione per questi soggetti di sostenere indirettamente una causa e premiare quelle aziende che dedicano risorse alla CSR (*Ibidem*).

Affinché la differenziazione della CSR abbia successo, i potenziali consumatori devono però essere pienamente consapevoli delle caratteristiche "di sostenibilità" del prodotto che intendono acquistare. La pubblicità gioca dunque un ruolo importante nell'aumentare la consapevolezza di quegli individui che sono

interessati nell'acquistare prodotti con caratteristiche di CSR.

Il reddito dei consumatori è il determinante fondamentale della domanda di beni sostenibili. Mentre gli acquirenti a basso reddito sono generalmente abbastanza sensibili al prezzo, i consumatori benestanti possono pagare un prezzo più elevato. Poiché non tutti i consumatori attribuiscono un valore elevato agli attributi CSR, il prezzo dei beni concorrenti influenzerà comunque la domanda dei beni e servizi offerti dalle imprese che abbracciano la CSR, se questi beni sono un'alternativa a basso costo.

- *Migliore produttività e attrattività delle risorse umane.* Un altro risultato ottenibile a sostegno degli investimenti socialmente responsabili riguarda la gestione delle risorse umane. I dipendenti tendono a supportare politiche in materia di relazioni sindacali, sicurezza finanziaria e servizi sul posto di lavoro. Le aziende che soddisfano la domanda di CSR dei dipendenti possono quindi essere ricompensate da una maggiore lealtà morale e produttiva. Ci sono prove che aziende in settori con carenza di manodopera qualificata abbiano usato la CSR come mezzo per reclutare e trattenere lavoratori (Siegel, 1999).
- *Miglior approvvigionamento di capitale.* Oggigiorno gli investimenti sono contraddistinti da particolari criteri sociali. Nella cosiddetta "finanza etica" oltre al rendimento ottenibile dagli investimenti finanziari viene fortemente preso in considerazione l'impiego finale del finanziamento e i benefici sociali dell'investimento. L'investitore presta sempre più attenzione all'etica di business della società nella quale vuole investire.

Tornando dunque al legame che intercorre tra performance sociali e performance finanziarie fatta questa analisi, sembra che le aziende per riuscire a trarre benefici debbano solo essere in grado di determinare il livello appropriato di investimenti in CSR. Detto ciò, c'è chi sostiene che la relazione tra performance finanziarie e performance sociali sia quindi del tutto neutrale. Supponendo infatti di avere due aziende identiche che forniscono lo stesso bene tranne per il fatto che una aggiunge una caratteristica sociale al suo prodotto, può essere dimostrato che in equilibrio entrambe saranno ugualmente redditizie. La società che produce un attributo CSR avrà costi più elevati ma anche ricavi più elevati, mentre la società che non produce attributi CSR avrà costi più bassi ma anche ricavi più bassi (McWilliams, Siegel, 2001).

Altri studi invece affermano che i benefici ottenibili dall'adozione di pratiche di

sostenibilità sono maggiori rispetto ai costi necessari per attuarle. Secondo questi studi, l'applicazione di pratiche sostenibili adottate dalle aziende porta ad una differenziazione a lungo termine nelle loro pratiche commerciali che alla fine produce migliori prestazioni finanziarie.

Un problema critico per la sostenibilità lo si riscontra però durante periodi in cui si ritiene che i costi superino i benefici, le migliori pratiche potrebbero essere sospese in quanto non convenienti, tuttavia, a lungo termine i benefici percepiti risultano essere maggiori rispetto ai costi (Rimmer *et al.*, 1996).

Altri ricercatori hanno riscontrato che quando la spesa in CSR è bassa il contributo che essa riesce a fornire all'azienda è positivo (maggiore produttività dei lavoratori, meno problemi reputazionali, ecc.) arrivati ad un certo punto però l'effetto marginale di un dollaro aggiuntivo delle spese in CSR inizia a distruggere la ricchezza degli azionisti (Barnea, Rubin, 2006).

I dirigenti aziendali per evitare questo problema dovrebbero quindi non investire oltre al livello che massimizza il valore dell'azienda.

Spesso però questo non avviene, i dirigenti aziendali in certi casi decidono di investire andando oltre a questo livello perché sono consapevoli del fatto che potrebbero ottenere dei vantaggi come singoli individui. Una buona valutazione sociale può infatti migliorare la loro reputazione di individui che rispettano i loro dipendenti, le comunità e l'ambiente. Quindi mentre questi soggetti potrebbero beneficiare da una maggiore CSR, gli azionisti potrebbero non approvare una spesa elevata in CSR se questo va a ridurre il valore dell'impresa. Questo concetto viene definito anche come "opportunismo manageriale": i manager vogliono perseguire i loro interessi andando a ridurre la ricchezza degli azionisti. Quando le performance finanziarie sono basse, i manager tentano di compensare aumentando il loro impegno in pratiche sociali, al contrario quando le performance finanziarie sono già forti il manager può tentare di incassare i soldi riducendo le spese in CSR (Preston, O'Bannon, 1997).

Se abbiamo dunque capito che ci sono diverse ideologie di pensiero anche se il maggior numero di ricerche riporta evidenze empiriche di una relazione positiva tra performance sociali e performance finanziarie, un altro interrogativo che ha scaturito ulteriori dibattiti riguarda la direzione di causalità della relazione.

Una volta appurato che esiste una relazione, questa si verifica perché i cambiamenti nella

performance sociale dell'azienda influenzano la performance finanziaria o viceversa, il cambiamento nella performance finanziaria influenza la performance sociale? O esiste addirittura una relazione sinergica tra le due grandezze?

C'è chi ritiene che una maggiore prestazione finanziaria possa portare alla disponibilità di risorse (finanziarie o di altro tipo) che forniscono opportunità per le aziende di investire in settori di performance sociale. Secondo questa prima corrente di pensiero, una migliore performance sociale risulterebbe quindi dall'allocazione di queste risorse. In alternativa, c'è invece chi sostiene che dall'aumento dell'attenzione per le pratiche sociali si vada a migliorare la relazione con gli stakeholder e questo porterà dunque a maggiori performance economiche.

Gli investimenti in pratiche di sostenibilità potrebbero quindi essere considerati come un fattore predittivo o come una conseguenza di migliori performance finanziarie.

Ullman, sostenitore del primo filone di pensiero, riteneva che una maggiore performance finanziaria potesse spiegare maggiori performance sociali e non viceversa. Egli reputava che solo in base alle prestazioni finanziarie un manager può decidere quanta importanza rivolgere a questioni di tipo sociale. In periodi di bassa redditività e in situazioni di elevato debito, le esigenze economiche avranno la priorità sulle richieste sociali (Ullman, 1985).

Partendo dalle dichiarazioni di Ullman può sorgere però un'ulteriore perplessità: le imprese che avendo un vantaggio finanziario decidono di intraprendere azioni socialmente responsabili, nel tempo (supponendo che continuino ad impegnarsi nella CSR) dovrebbero veder ridursi il loro vantaggio competitivo, in quanto le attività di CSR rappresentano un costo notevole per l'impresa. Ma questo molto spesso non succede, sembra che la causalità possa andare anche nella direzione opposta; a volte il perseguimento consapevole degli obiettivi di responsabilità sociale delle imprese determina una migliore situazione finanziaria. Le imprese identificate come socialmente responsabili dovrebbero mantenere o addirittura aumentare il loro vantaggio competitivo rispetto a quelle non socialmente responsabili (Pava, Krausz, 1996).

Viene infatti riscontrato da numerose analisi che la relazione potrebbe essere simultanea, potrebbero dunque essere vere entrambi le correnti di pensiero come se si andasse a verificare una sorta di circolo virtuoso nel quale performance finanziaria influenza performance sociale e allo stesso tempo performance sociale influenza performance finanziaria.

CAPITOLO 2. Analisti finanziari e sostenibilità

2.1 Introduzione

Il primo capitolo ha fornito una panoramica generale sul tema della *Corporate Social Responsibility*, chiarendone il concetto ed evidenziando la maggiore rilevanza che sta assumendo negli anni.

In questo capitolo l'attenzione è rivolta alla figura dell'analista finanziario; soggetto che elaborando un report finanziario consiglia al pubblico se investire o meno in una determinata società.

Dopo aver capito il ruolo chiave dell'analista, si riporteranno ricerche che analizzano in che modo gli analisti tengono conto degli aspetti di responsabilità quando elaborano il loro report. L'analisi di questi studi ci chiarirà l'importanza che gli analisti danno alle diverse pratiche sostenibili adottate dalle società. Si cercherà di verificare se *policy* riguardanti la *Corporate Social Responsibility* sono in grado di variare la percezione che l'analista ha di una società e il suo valore aziendale. Servirà come punto di partenza per l'analisi empirica che verrà condotta e descritta nel terzo capitolo.

2.2 La figura dell'analista finanziario

In questo paragrafo ci si vuole soffermare sulla figura dell'analista finanziario. Brevemente si descriverà il suo ruolo e le modalità con le quali svolge il proprio lavoro all'interno dei mercati.

2.2.1 Chi sono gli analisti finanziari?

L'analista finanziario è un professionista con un importante ruolo di intermediazione nel mercato dei capitali. Analizzando e interpretando dati finanziari, la sua funzione economica è quella di ridurre le asimmetrie informative esistenti (Cavezzali *et al.*, 2011).

In primo luogo, in qualità di intermediari dell'informazione, gli analisti raccolgono e pubblicano informazioni che altrimenti non sarebbero prontamente disponibili ai vari portatori di interesse. In secondo luogo, analizzano e chiariscono le informazioni pubbliche esistenti così da facilitarne la comprensione da parte degli investitori. Grazie al ruolo di interpretazione delle informazioni, gli investitori sono in grado di comprendere meglio le informazioni aziendali sostenendo costi di elaborazione inferiori e migliorando

la qualità stessa delle informazioni.

Storicamente gli analisti finanziari hanno ricoperto un ruolo importante nel promuovere l'efficienza dei mercati, nel portare alla luce fatti non evidenti e nell'offrire validi punti di vista sulle aziende e sulle tendenze generali dell'industria.

La figura dell'analista finanziario nasce nel 1947 negli Stati Uniti, con la fondazione del *CFA Institute*. Successivamente, nel 1962, l'istituto creò la certificazione *Chartered Financial Analyst* e fu grazie a questa che si formalizzò ufficialmente la professione dell'analista finanziario. Inoltre, nello stesso anno, nacque in Europa la Federazione europea delle società di analisi finanziaria (EFFAS). La Federazione Europea attualmente comprende 21 società membri. Ad oggi, è l'Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF), nata nel 1971, a rappresentare l'Italia all'interno dell'EFFAS. L'obiettivo principale dell'AIAF è quello di promuovere l'attività dell'analista finanziario, prendersi cura della sua qualifica professionale e contribuire allo sviluppo e all'efficienza dell'analisi del mercato finanziario.

Il Report di un analista è il culmine di un processo che include la raccolta, la valutazione e la diffusione di informazioni relative alle prestazioni presenti e future di un'azienda. Il Report include al suo interno misure riepilogative e quantitative chiave: previsioni sugli utili, una raccomandazione sulle azioni - acquistare, vendere o mantenere - e un prezzo obiettivo. Inoltre, molti report presentano una discussione testuale sulla società con ampie analisi quantitative e descrittive a supporto degli elementi di sintesi.

Gli analisti per raccogliere le informazioni necessarie per compilare il proprio report conducono una serie di ricerche sulla società che intendono analizzare; visitano negozi e magazzini, indagano sulle catene di approvvigionamento e sondano i clienti, hanno inoltre interazioni private con i CEO, con i CFO e con i manager. Gli analisti hanno modo di interagire con CEO e CFO grazie anche alle *conference calls*. Le *conference calls* sono delle conferenze telefoniche attraverso le quali CFO e CEO raccontano e commentano i propri risultati finanziari e le aspettative che hanno per le previsioni future dell'azienda. Durante una *conference call* gli analisti e investitori possono chiamare o ascoltare direttamente online il commento della direzione.

È opportuno specificare inoltre, che gli analisti finanziari raccolgono informazioni anche dall'esterno; da altri intermediari dell'informazione, da aziende simili nel settore, da agenzie di ricerca indipendenti e da agenzie governative.

Si è soliti classificare gli analisti in tre categorie: i *sell-side analysts*, i *buy-side analysts* e gli analisti cosiddetti *independenti*. Sebbene essi svolgano funzioni simili tra loro, gli stessi differiscono sotto diversi aspetti, quali: l'ambito della copertura, le fonti di informazioni utilizzate, la diffusione privata rispetto a quella pubblica dei report, il loro pubblico di destinazione, e la modalità di come la performance degli analisti viene misurata e gli analisti vengono compensati (Groysberg *et al.*, 2008).

- *Analisti sell-side*. Lavorano tipicamente per conto di società di intermediazione, investment bank, broker o intermediari polifunzionali che offrono ai propri clienti servizi diversificati per indirizzare le relative scelte di investimento. Con i propri giudizi, gli analisti sell-side sono dunque in grado di influenzare la scelta di investimento dei clienti di queste società. Le loro previsioni sugli utili e le raccomandazioni sui titoli sono disponibili anche al pubblico. Esiste un'ampia letteratura sugli analisti sell-side ed è ampiamente accettato che la loro ricerca abbia un importante valore nelle scelte d'investimento.
- *Analisti buy-side*. Svolgono le loro mansioni direttamente per investitori istituzionali (come compagnie assicurative, fondi d'investimento e fondi pensione), eseguono ricerche e formulano raccomandazioni ai gestori di denaro del fondo che li impiega. Le raccomandazioni sono fatte esclusivamente a vantaggio del fondo che paga per loro.
- *Analisti indipendenti*. Lavorano per conto proprio; non essendo riconducibili a società o ad intermediari finanziari, la loro attività ha la caratteristica di essere prodotta in assenza di conflitti d'interesse.

Il fatto che il prodotto di lavoro degli analisti sell-side di solito non sia venduto, ma sia invece ceduto liberamente ai principali investitori, mette in dubbio quanto possa essere autosufficiente tale lavoro. Gli analisti sell-side affrontano due incentivi opposti quando rilasciano le ricerche ai loro clienti e al pubblico (Cheng *et al.*, 2004). Se da una parte hanno a cuore la loro stessa reputazione e dunque hanno un incentivo a riferire in modo veritiero le varie informazioni, dall'altra hanno un incentivo a pubblicare ricerche ottimistiche, a causa di un conflitto d'interessi. Inducendo gli investitori ad acquistare azioni di società che hanno rapporti di investment banking con le loro società di intermediazione, gli analisti ricevono in cambio vantaggi privati. La struttura degli incentivi è stata individuata come una ragione consequenziale per cui gli analisti sell-side

tendono ad essere più ottimisti, in termini di propensione verso le raccomandazioni d'acquisto e previsione di guadagni più elevati. Questo non vuol dire che gli analisti di vendita raccomandino o cambino il loro parere su un titolo solo per creare transazioni. Tuttavia, è importante rendersi conto che questi analisti sono pagati e in definitiva rispondono al brokeraggio, non ai clienti. Sono state dunque sollevate questioni fondamentali sull'integrità e la qualità della loro ricerca. È stato documentato un *bias* verso l'alto nelle raccomandazioni (Beneish, 1991). Gli "acquisti" possono superare le "vendite" di ben 45 volte e questo effetto sembra essere ancora più evidente maggiore è la dimensione della società target (Byrnes, Laderman, 1998). Gli analisti tendono infatti ad essere più positivi sulle prospettive di clienti importanti (Hayward, Boeker, 1998). La letteratura che negli ultimi decenni si è sviluppata sul tema relativo ai conflitti di interesse degli analisti è decisamente copiosa. Tuttavia, la questione non costituisce un aspetto rilevante ai fini del presente lavoro e pertanto non verrà riproposta nel dettaglio.

2.2.2 Approccio di valutazione: INPUT- MODELLO DI ANALISI-OUTPUT

Schematicamente, il processo di valutazione di un titolo azionario compiuto dall'analista finanziario assume la struttura sequenziale del tipo input-modello di analisi-output (Bertinetti *et al.*, 2009).

1. Fase di input: durante la prima fase gli analisti raccolgono informazioni passate e presenti sulla società che poi verranno sfruttate per le loro analisi. Questa fase è di notevole importanza, poiché dalla qualità e dalla correttezza delle informazioni raccolte dipende l'attendibilità della stima.

Possiamo distinguere le informazioni in due macrocategorie: informazioni interne, le quali possono essere fornite direttamente dalla società ed informazioni esterne che si ricavano mediante la consultazione di associazioni di categoria e indagini statistiche promosse da enti pubblici e privati.

Le prime sono rappresentate da documenti contabili in grado di fornire un serie di dati quantitativi su cui verterà il processo valutativo e da documenti riguardanti la storia aziendale, in questo ultimo caso le informazioni verranno utilizzate per definire un quadro aziendale e saranno utili all'analista per determinare le previsioni sul futuro dell'assetto aziendale.

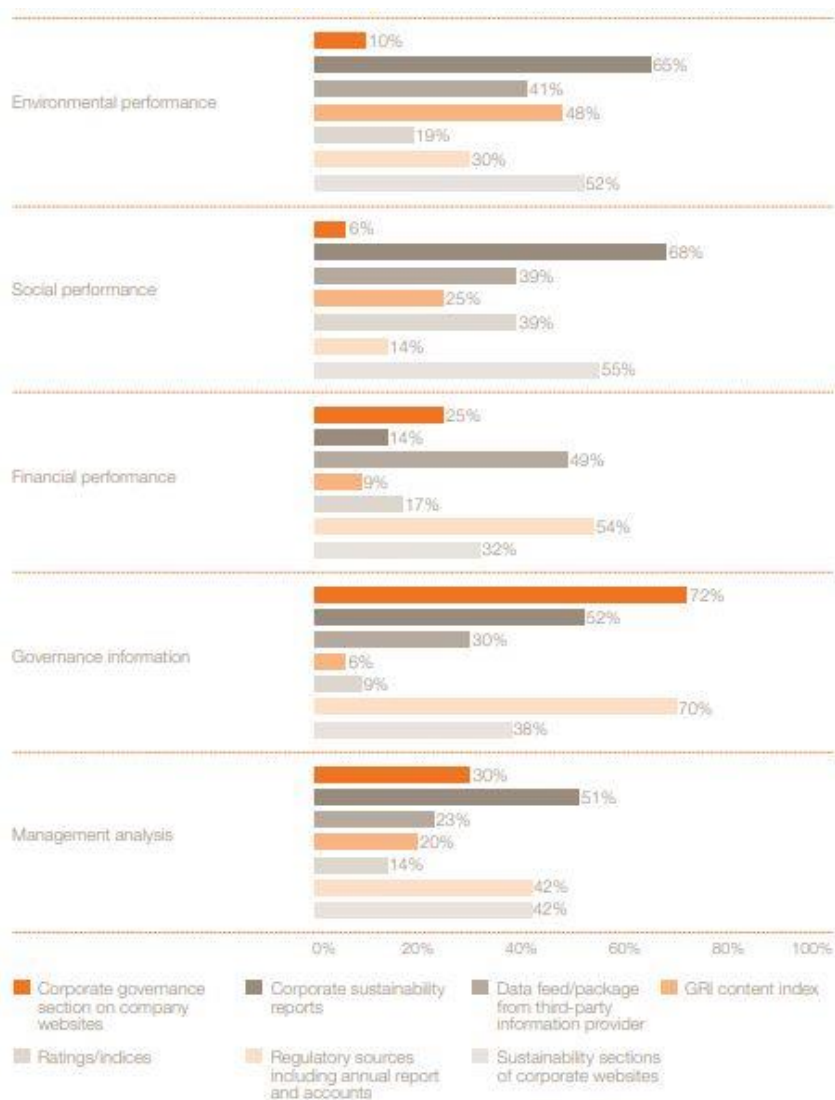
Le informazioni esterne riguardano invece tutto il settore e l'ambiente che circonda l'azienda. Attraverso il recepimento di questi dati si possono rinvenire informazioni sulla situazione di mercato e sulle aziende concorrenti, sull'aspettativa di crescita futura del settore, sull'andamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse e sulla possibilità di espansione legata all'innovazione tecnologica e al reperimento di materiali.

Nel primo capitolo sono stati analizzati due livelli di informativa economico-finanziaria che l'impresa può trasmettere. È importante specificare infatti, che oltre all'informativa obbligatoria, gli analisti sfruttano, dopo averne valutato l'attendibilità, anche molte altre informazioni di natura extra-contabile e non finanziaria.

Sono stati condotti diversi studi che hanno indagato per comprendere quali sono le principali risorse alle quali gli analisti fanno affidamento per cogliere le varie informazioni finanziarie e non finanziarie. Sembra che gli analisti utilizzino fonti diverse per raccogliere le informazioni.

Molto rilevante è la ricerca commissionata nel 2012, dall'associazione GRI (*Global Reporting Initiative*) all'agenzia londinese *Radley Yeldar*. I dati per la ricerca sono stati ricavati direttamente da un questionario posto a 34 investitori e 35 analisti finanziari. Si è voluto specificatamente indagare su quali sono le principali fonti considerate dagli intervistati quando devono effettuare le loro valutazioni. Nella figura sottostante (figura 3) si riportano i risultati della ricerca.

Figura 3: Fonti preferite di informazioni finanziarie e non finanziarie



Fonte: Radley Y., 2012

Sembra che gli intervistati abbiano chiare preferenze per l'approvvigionamento di specifiche tipologie di informazioni finanziarie e non finanziarie. Ad esempio, la sezione di governance dei siti web aziendali è la fonte preferita per le informazioni sulla governance con il 72% del campione che utilizza questa fonte, seguita da canali normativi come i report annuali. Le fonti preferite per ricavare informazioni sulle prestazioni ambientali e sociali sono il report di sostenibilità aziendale e la sezione di sostenibilità dei siti web aziendali. Per ricavare queste tipologie di informazioni gli analisti non fanno molto affidamento ai report annuali proprio perché come analizzato nel primo capitolo questo canale di comunicazione

trasmette in modo molto limitato le informazioni extra-finanziarie.

È importante osservare come gli analisti facciano affidamento anche a informazioni rilasciate da terze parti, soprattutto per quanto riguarda le informazioni di tipo finanziario. Ciò conferma il fatto che la divulgazione di informazioni non deve venire necessariamente dall'azienda stessa per essere utile agli analisti.

2. Modello di analisi: raccolte tutte le informazioni, l'analista le rielabora utilizzando degli opportuni modelli. Vedremo che non esiste un modello universale, ma in base al tipo di azienda, allo stato in cui si trova, al settore di riferimento e al tipo di operazione aziendale, potranno essere utilizzati diverse tipologie di modelli.
3. Fase di output: sulla base della valutazione ottenuta, l'analista emette un *target price* e una raccomandazione d'investimento. Quest'ultima dipende dal confronto del *target price* con il prezzo corrente del medesimo titolo aziendale; la raccomandazione sarà positiva nel caso in cui il *target price* risulti essere superiore al prezzo corrente di mercato, sarà invece negativa nel caso si verificasse il risultato opposto.

Le valutazioni e i giudizi ottenuti vengono successivamente diffusi attraverso la pubblicazione dei report. Data la presenza di informazioni *price-sensitive*, la diffusione dei report è soggetta a scadenze e modalità definite dal regolamento dei diversi paesi. Molti report sono facilmente consultabili anche nei vari siti internet. In Italia l'autorità competente è la Consob la quale prevede che sia garantito l'accesso ai documenti da parte di tutti i clienti della società d'investimento. Non solo, la successiva pubblicazione on-line nel sito della Borsa Italiana degli stessi report garantisce che tutto il pubblico ne possa prendere visione (Bertinetti *et al.*, 2009).

2.2.2 Metodi di valutazione

Come è stato già anticipato, gli analisti nell'effettuare la loro valutazione possono utilizzare una moltitudine di modelli valutativi. Ad ogni modo bisogna sottolineare che in caso di valutazione d'azienda non è possibile determinare valori certi in assoluto ecco perché l'applicazione di un modello piuttosto che di un altro può condurre a risultati anche molto diversi, in relazione anche al mutare del soggetto che completa la stima.

In particolare una panoramica delle diverse metodologie può essere schematizzata come segue:

1) Metodi patrimoniali. Questi si basano sulla valutazione analitica dei singoli elementi patrimoniali, viene dunque utilizzata l'analisi delle singole poste del bilancio per determinare il valore dell'impresa.

Le attività vengono valutate per l'importo che dovrebbe essere pagato se la stessa attività o una sua equivalente fosse acquistata al momento attuale ovvero al cosiddetto presunto valore di realizzo.

Le passività vengono valutate per l'importo che si prevede necessario per estinguere l'obbligazione al momento attuale ovvero al cosiddetto presunto valore di estinzione.

Tra i metodi patrimoniali è possibile fare un'ulteriore distinzione tra:

- a) metodi semplici, i quali prevedono all'attivo fundamentalmente solo elementi materiali
- b) metodi complessi, i quali prevedono anche la valorizzazione specifica delle risorse intangibili (brevetti, rapporto con la clientela, ecc.)

Sebbene questi metodi siano facilmente applicabili e consentano una valutazione meno soggettiva; in quanto il valore delle singole poste di bilancio trova un riscontro immediato nella realtà aziendale e non richiede l'applicazione di un elevato numero di ipotesi; hanno lo svantaggio di offrire una visione disaggregata dell'azienda e non permettono di incorporare nella valutazione le potenzialità di creazione di futuro valore. C'è dunque il rischio che imprese con lo stesso patrimonio, ma con diversa capacità di generare reddito in futuro, vengano valutate in modo eguale. Per questo motivo questi metodi non vengono molto utilizzati nella pratica, se non per la valutazione di aziende fortemente patrimonializzate, dove il valore corrente dei vari componenti del patrimonio aziendale sono anche espressione delle prospettive di reddito attese, è il caso delle società immobiliari o delle holding finanziarie.

2) Metodi basati sui flussi. Considerano il valore dell'azienda come espressione del flusso dei futuri risultati attesi. A seconda della natura dei flussi considerati, possono essere così differenziati:

- a) metodi finanziari, valutano l'azienda mediante l'attualizzazione dei flussi monetari complessivi disponibili in ciascuno degli anni futuri ai quali si estende l'orizzonte

di valutazione. Pervengono dunque alle stime del valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di liquidità

b) metodi reddituali, pervengono alle stime del valore del capitale economico considerando la redditività che l'azienda è in grado di generare in chiave prospettica

Vi sono due approcci differenti per applicare i metodi basati sui flussi, ad ogni modo essi restituiscono lo stesso valore aziendale:

- l'approccio *asset side* dove i flussi presi in esame sono quelli riconducibili alla sola gestione operativa. Essi si originano dal modo con cui viene sfruttato il capitale investito, vale a dire in base alle scelte effettuate dall'organo di governo in merito alla gestione del capitale immobilizzato e di quello circolante

- l'approccio *equity side* dove i flussi presi in esame sono quelli riconducibili oltre che alla gestione operativa anche a quella finanziaria dunque flussi inerenti anche alla negoziazione e al rimborso dei debiti, al costo degli stessi debiti e alle operazioni sul capitale proprio in aumento e diminuzione, compresa la distribuzione di dividendi

3) Metodi misti. Integrano diverse metodologie e permettono di superare alcune limitazioni dei metodi precedentemente descritti. All'interno di questa categoria possiamo trovare:

a) Metodo EVA (*Economic Value Added*) inteso come un metodo misto patrimoniale-finanziario, esso perviene alla misurazione della ricchezza creata o distrutta dall'impresa sulla base di un approccio *asset side*, calcola se un'azienda è in grado di produrre introiti sufficienti a giustificare l'impiego di capitale che l'azienda stessa richiede e assorbe.

b) Il metodo patrimoniale-reddituale tiene conto del valore degli *asset* tangibili e intangibili che il metodo reddituale non considera e allo stesso tempo tiene conto anche della redditività prospettica dell'azienda, non considerata dall'impostazione patrimoniale.

4) Metodi basati sui multipli di mercato. Questi metodi, basandosi su dati e ipotesi facilmente reperibili, permettono di formulare in modo molto semplice un giudizio sul valore dell'azienda. Sono fondati infatti sull'utilizzo di moltiplicatori i cui elementi costitutivi sono individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

Un multiplo è un rapporto fra numeratore, rappresentato dal valore dell'azienda e

denominatore, rappresentato da una variabile in grado di riassumere in sé la capacità dell'azienda di produrre ricchezza. Sebbene la facilità e la rapidità di questi metodi, essi raramente vengono adottati come metodo principale, il più delle volte infatti vengono adottati come sistema di controllo e integrazione di una valutazione ottenuta da altri metodi.

Esistono due diversi approcci valutativi:

- a) Approccio delle società comparabili o dei moltiplicatori di borsa. In questo caso la valutazione d'azienda si basa su delle grandezze misurabili di società quotate. Trae dunque origine da dati che risultano dalle quotazioni di borsa
- b) Approccio delle transazioni comparabili. In questo caso il valore è determinato sulla base dei prezzi negoziati in transazioni comparabili di società omogenee avvenute fuori dal mercato formalmente riconosciuto

L'applicazione del metodo dei multipli può essere articolata in quattro fasi:

1. Selezione delle società comparabili, ovvero quelle società che operano nello stesso settore della società oggetto di valutazione e hanno delle caratteristiche simili come ad esempio la dimensione, la localizzazione e le prospettive di crescita. È una fase complessa, molto spesso l'impossibilità pratica di trovare società omogenee sotto ogni profilo obbliga a determinare l'insieme di società comparabili sulla base di quegli attributi ritenuti più significativi
2. Scelta dei multipli, non esistono regole di scelta ma solo il giudizio e il buon senso del valutatore
3. Calcolo dei multipli per la società oggetto di valutazione e per il campione delle società comparabili
4. Comparazione dei valori e considerazioni conclusive

2.3 Sostenibilità e raccomandazioni d'investimento

Nel primo capitolo sono state brevemente descritte ed analizzate le opinioni contrastanti riguardo il legame esistente tra *Corporate Social Performance* e *Corporate Financial Performance*. Ancora ad oggi non esiste un'idea universalmente condivisa che decreti se gli investimenti in CSR siano positivi o negativi per l'impresa. Come abbiamo riportato c'è chi sostiene che la relazione sia positiva e che dunque un'azienda con una maggiore

attenzione ai temi di *Corporate Social Responsibility* possa riscontrare delle migliori performance economiche, dall'altra c'è chi ha una visione opposta e percepisce la *Corporate Social Responsibility* come un mero costo d'agenzia e che dunque questo comporta una riduzione delle performance economiche dell'azienda.

Sebbene queste considerazioni siano importanti, l'obiettivo di questa tesi va oltre l'analisi della relazione che intercorre tra performance sociali e performance economiche; quello infatti che si vuole analizzare più nello specifico è come le varie attività in CSR vengano percepite e valutate dagli analisti finanziari. Si vuole innanzitutto indagare per capire se gli analisti tengono conto degli aspetti di CSR all'interno dei loro report. Solo successivamente ci si preoccuperà di verificare l'effetto che la sostenibilità può avere sulle raccomandazioni fornite dall'analista.

Sebbene le società pubblichino numerosi documenti che possono essere consultabili anche da semplici investitori, essi non essendo esperti del settore, ed essendo molto spesso limitati da tempo e risorse non riescono a comprendere pienamente e a valutare queste informazioni. Gli analisti finanziari invece, svolgendo questo di mestiere, riescono ad ottenere informazioni che talvolta non sono prontamente accessibili agli investitori generali e grazie alla loro esperienza sono maggiormente in grado di valutare la loro rilevanza. Gli analisti così riducono l'asimmetria informativa incorporando tutte le varie informazioni nelle raccomandazioni che poi forniranno agli investitori.

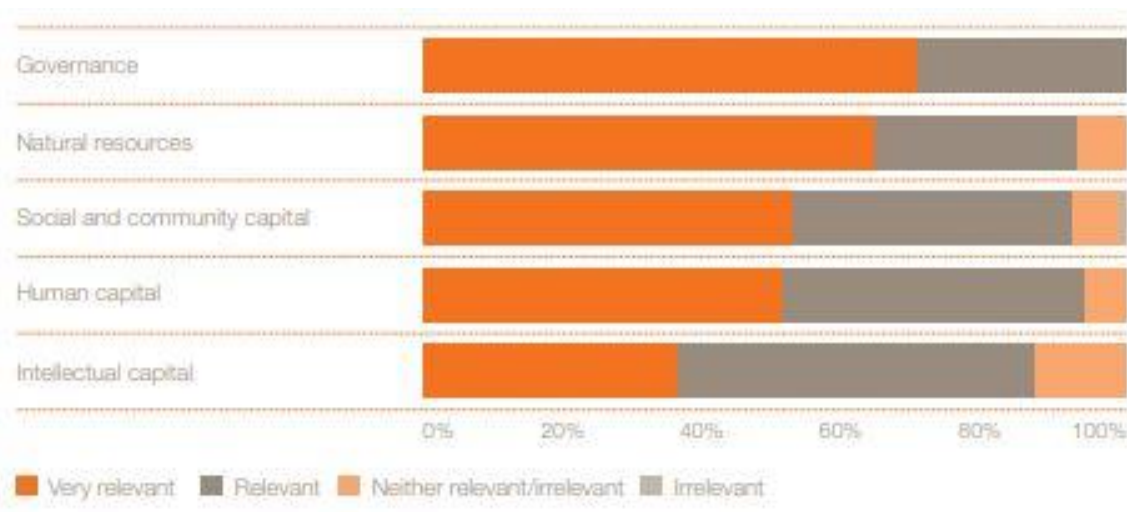
Nel primo capitolo abbiamo descritto brevemente quali sono le principali categorie di informazioni non finanziarie che le società comunicano agli stakeholder utilizzando principalmente nuove tipologie di documenti contabili come ad esempio il Report Integrato. Si vuole ora cercare di capire se gli analisti tengano o meno conto di queste informazioni extra finanziarie quando valutano un'azienda.

Dalla letteratura esistente e da numerose ricerche basate su questionari rivolti ad analisti finanziari si evince che l'attenzione rivolta alla *Corporate Social Responsibility* è molto alta. La crescente considerazione degli analisti su tematiche di CSR è dovuta in parte alla richiesta sempre maggiore di informazioni di tipo non finanziario da parte degli investitori.

È stato riscontrato che preso un campione di 34 investitori e 35 analisti, l'80% ritiene che le informazioni non finanziarie siano rilevanti per il processo decisionale o per l'analisi d'investimento (Radley, 2012). Suddivise le informazioni non finanziarie in cinque

categorie; governance, risorse naturali, capitale sociale, capitale umano e capitale intellettuale, è stato chiesto quali tra queste sono le informazioni che vengono principalmente prese in considerazione. Si riscontra che sia analisti che investitori considerano maggiormente due categorie di informazioni; quelle sulla governance e quelle legate alla sostenibilità ambientale (risorse naturali).

Figura 4: Rilevanza delle informazioni extra finanziarie



Fonte: Radley Y., 2012

Un questionario molto simile è stato posto da Deloitte nel 2003 a 388 soggetti, tra gestori di fondi e analisti.

Anche a loro è stato chiesto che impatto ha, secondo la loro esperienza, la gestione del rischio sociale ed ambientale nel valore di mercato di un'azienda. Per il 79% del campione, la gestione del rischio sociale ed ambientale ha un impatto positivo nel valore di mercato dell'azienda nel lungo termine. Questo perché buone performance ambientali e sociali possono nel lungo termine fortemente influenzare la reputazione della società, migliorare direttamente le performance economiche e il valore di mercato. Tuttavia, il 50% dei gestori di fondi e analisti, ritiene che la gestione dei rischi sociali e ambientali abbia scarso effetto sul valore di mercato a breve termine.

Anche a loro è stato chiesto quali sono le tematiche principali che tengono in considerazione quando devono effettuare una raccomandazione d'investimento. In questo caso circa il 65% del campione afferma che la capacità di innovare è uno dei fattori che maggiormente viene preso in considerazione, seguito da un 54% del campione che

ritiene che la corporate governance e la gestione dei rischi siano fattori rilevanti per effettuare una raccomandazione d'investimento. La gestione delle risorse umane è considerato un fattore non estremamente rilevante nelle decisioni di investimento. La gestione dell'impatto ambientale invece, risulta essere rilevante ma solo per alcune società appartenenti a specifici settori. Ciò riflette la necessità di un approccio settoriale sia in termini di metodi di comunicazione dell'azienda che di analisi degli investitori.

Ulteriori interviste forniscono prove della crescente attenzione degli analisti alla Corporate Social Performance delle varie imprese. In un'intervista rivolta a 28 analisti, è stato riscontrato che la maggior parte di questi monitora attentamente le tematiche di CSR nelle aziende che coprono, anche se con approcci diversi (Luo *et al.*, 2015). Il campione intervistato infatti afferma che la CSR è un punto chiave nelle decisioni di raccomandazione d'investimento. Fieseler (2011) sulla base di un'intervista rivolta a 42 analisti finanziari, sostiene che gli analisti utilizzano la Corporate Social Performance per valutare a lungo termine l'orientamento del management e il benessere finanziario delle imprese, confermando che oltre alle strategie di responsabilità economica, anche le strategie di responsabilità sociale vengono prese in considerazione per effettuare un'analisi degli investimenti.

“Sono interessato alla posizione strategica di un'azienda rispetto al suo core business, soprattutto a lungo termine, non solo in questo momento. (...) Credo che le questioni sociali e ambientali, facciano parte di questa prospettiva a lungo termine. Possono essere criteri interessanti per sostenere una decisione d'investimento” (Analista Sell-Side, intervista, 8 maggio 2006, Luo *et al.*, 2015)

È opportuno specificare che le ricerche sopracitate sono basate su semplici interviste o questionari. Il problema di quando si effettuano ricerche di questo tipo è che gli intervistati potrebbero facilmente dichiarare il falso.

In questo caso specifico gli analisti potrebbero dichiarare di tenere conto di informazioni di tipo extra finanziario anche se poi questo potrebbe non riscontrarsi nella pratica. La ricerca che verrà descritta nel terzo capitolo si differenzia da questi studi proprio perché non essendo basata su interviste o questionari, mira a verificare ad analizzare se quanto dichiarato viene poi realmente messo in pratica.

Appurato dunque che gli analisti ritengono di considerare quelle che sono le informazioni non finanziarie, bisogna ora cercare di analizzare come queste informazioni si riflettono

sulla valutazione dell'impresa e nella seguente raccomandazione d'investimento.

È importante capire che la percezione della CSR può essere molto differente in base al contesto storico al quale ci si riferisce.

Secondo quanto affermato da Ioannou e Serafeim (2015), all'interno di un contesto istituzionale in cui le iniziative di CSR sono percepite come al servizio degli obiettivi manageriali (cioè un costo d'agenzia), piuttosto che al servizio degli interessi degli azionisti, le relazioni degli analisti sotto forma di raccomandazioni d'investimento saranno più pessimistiche. Nel tempo, il progressivo indebolimento di questa logica istituzionale può però spostare la percezione e l'interpretazione della CSR. Ciò si può tradurre in raccomandazioni sempre meno sfavorevoli e addirittura favorevoli verso aziende con valutazioni CSR elevate. In questa prospettiva emergente infatti, la CSR diventa sempre più legittima, sia agli occhi degli azionisti sia a quelli degli analisti, e di conseguenza è percepita come un insieme di attività che le aziende dovrebbero intraprendere potendo anche contribuire positivamente alla redditività.

Ciò che è stato riscontrato infatti dall'analisi condotta da Ioannou e Serafeim è che se all'inizio degli anni '90 gli analisti pubblicavano raccomandazioni più pessimistiche per le aziende con punteggi CSR più elevati, con il passare del tempo hanno iniziato ad emettere raccomandazioni sempre meno pessimistiche e infine ottimistiche per queste aziende.

L'impatto della CSR diventa dunque sempre più significativo e positivo, i suoi punti di forza spingono fortemente verso raccomandazioni d'acquisto, con un conseguente potenziale aumento del valore di mercato per l'impresa focale.

“Anche se l'analisi finanziaria suggerisce che un'azienda è sottovalutata, non emettiamo una raccomandazione d'acquisto se è probabile che l'impresa riceva report CSR negativi”
(Analista Sell-side, intervista, 29 agosto 2013, Luo *et al.*, 2015)

Approfondendo specifiche strategie di CSR si riscontra che in particolare sono le strategie ambientali che incoraggiano gli analisti verso una raccomandazione d'acquisto.

Tuttavia, non tutte le raccomandazioni degli analisti risultano essere ugualmente accurate. Nel tempo numerosi studi hanno documentato che il livello di accuratezza nella previsione degli utili e più in generale nelle raccomandazioni d'investimento, è collegato alle caratteristiche degli analisti.

L'esperienza degli analisti risulta essere una variabile fondamentale; sembra infatti che

analisti con capacità più elevate e con un'esperienza più specifica rilascino raccomandazioni più ottimistiche per società impegnate nelle pratiche di CSR (Ioannou, Serafeim, 2015). Questo accade perché gli analisti con più esperienza sembrano essere più inclini a cambiare il loro comportamento quando vanno incontro a nuove logiche istituzionali e dunque saranno maggiormente in grado di cogliere la relazione positiva tra performance sociali e performance economiche. Gli analisti meno esperti al contrario tenderanno a rimanere conformi alla precedente logica che considera gli investimenti in CSR come una manifestazione dei costi d'agenzia.

Anche la dimensione dell'agenzia di intermediazione in cui gli analisti lavorano può influenzare il consiglio d'investimento. Le grandi agenzie di intermediazione dispongono infatti di maggiori risorse e sono quindi in una posizione migliore per svolgere le loro ricerche. Gli analisti che fanno parte di queste grandi agenzie, sono più inclini a dare consigli di investimento più positivi per le società con elevati rating in CSR.

È stata così trovata evidenza del fatto che i punti di forza della CSR spingono più forte verso raccomandazioni d'acquisto per analisti più esperti e che lavorano in grandi agenzie. Questi risultati suggeriscono che gli analisti con una migliore comprensione delle strategie di CSR percepiscano tali strategie come creatrici di valore rispetto ad altri analisti.

Dall'indagine condotta da Deloitte (2003) risulta interessante osservare che circa il 40% degli intervistati concorda sul fatto di concedere un premio a quelle aziende impegnate in pratiche di CSR, questo perché analisti e gestori di fondi percepiscono buone pratiche di CSR come indicatori di una buona e sana gestione aziendale, al contrario, l'assenza di politiche sociali e ambientali può innescare vari dubbi e domande sulla qualità della conduzione aziendale.

In quest'area ci sono differenze significative in base alla nazione d'appartenenza: si riscontra che solo il 22% tra gestori di fondi e analisti nel Regno Unito e il 26% in Svezia concede un premio alle società responsabili, mentre sono il 57% in Spagna e il 50% in Olanda e Italia gli analisti che lo concedono.

2.3.1 Soft and Hard Information, Rating ESG

La valutazione e il giudizio finale elaborato dagli analisti, viene diffuso tramite l'utilizzo del report.

I report seguono generalmente una struttura predefinita: la sezione iniziale presenta una descrizione generale della società e del mercato di riferimento, si continua poi con una sezione dedicata all'esposizione dei possibili determinanti di crescita, una sezione dove viene riportata la situazione finanziaria storica seguita dall'esposizione delle previsioni finanziarie e infine una sezione specifica con la "*valuation*" elaborata dall'analista.

Le varie informazioni possono essere riportate generalmente attraverso due principali modalità: si distinguono le *Hard Information* dalle *Soft Information* (Liberti, Petersen, 2019).

È opportuno fare questa distinzione perché anche nella successiva analisi di contenuto sarà utile osservare in che modo gli analisti espongono informazioni riguardanti la CSR nei loro report.

Mentre le *Hard Information* vengono quasi sempre registrate attraverso dei numeri, le *Soft Information* vengono spesso comunicate grazie ad un testo. Quest'ultima categoria quindi comprende opinioni, idee, voci, proiezioni, commenti economici, ecc. La scelta tra *Soft* e *Hard Information* è guidata dalla loro disponibilità e dai relativi costi di ciascuna. Uno ad esempio dei principali vantaggi dell'utilizzo di *Hard Information* sono i costi di transazione inferiori. Il fatto che le *Hard Information* siano quantitative significa che possono essere più facilmente raccolte, archiviate e trasmesse.

Il processo che valuta la capacità di un'azienda di creare valore nel tempo, come è già stato evidenziato, non si basa esclusivamente su parametri finanziari, ma tiene conto anche di fattori extra-finanziari ovvero ESG (*Environmental, Social and Governance*).

In questo contesto si sente sempre più parlare di *Rating ESG*. Così come i rating creditizi misurano l'affidabilità di un'impresa o di uno strumento finanziario, i rating ESG sono nati da poco per sintetizzare il grado di sostenibilità di un'impresa nelle tre dimensioni ambientali, sociali e di governance. Essi rappresentano dunque una valutazione o un giudizio sintetico a cura di un soggetto, pubblico o privato, che certifica le performance dell'azienda dal punto di vista degli aspetti ambientali, sociali e di governance.

Nonostante un'apparente analogia con i rating creditizi, vi sono due importanti differenze; mentre per i rating creditizi esiste una misura osservabile che deve essere stimata, per i

rating ESG le grandezze osservabili sono molteplici sia di natura quantitativa che qualitativa. Inoltre, mentre per i rating creditizi esiste una regolamentazione specifica e un'autorità che sorveglia il mercato e autorizza le società di rating a poter emettere valutazioni, per i rating ESG non esiste ancora un metodo univoco e una regolamentazione stringente.

Sebbene la mancanza di una regolamentazione specifica, l'attenzione posta dalla Federazione Europea delle società di analisti finanziari (EFFAS) e più nello specifico dall'Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF) verso l'informazione ambientale, sociale e di governance (ESG) sta crescendo notevolmente. L'integrazione di informazioni ESG viene considerata sempre più rilevante per le decisioni di investimento, ecco che negli ultimi anni sono nati una serie di corsi di formazione che offrono la formazione necessaria per la valutazione efficiente, la misurazione e l'integrazione degli aspetti ESG nell'analisi degli investimenti. In particolare, la certificazione CESGA (*Certified ESG Analyst*) è rivolta sia ad analisti finanziari e a gestori di portafoglio che vogliono integrare i dati ESG nei loro processi di investimento sia in generale, a tutti i professionisti sempre più impegnati in questioni di sostenibilità. L'obiettivo di questi corsi è quello di aumentare la consapevolezza dell'importanza ESG nei processi di investimento imparando a valorizzare altri tipi di informazioni al di là di quelle finanziarie. Nel 2020 è stato inoltre introdotto a Hong Kong, Perù, Messico e Colombia il CESGA Online con l'obiettivo di portare per la prima volta questa certificazione anche nei mercati latino-americani e asiatici.

Le società che intendono comunicare la propria qualità attraverso un'analisi indipendente, sottoscrivono un contratto con un'agenzia la quale si impegna a valutare le informazioni e a elaborare un giudizio sulla sostenibilità dell'azienda secondo i criteri ESG. I rating possono essere elaborati da diverse società con metodologie differenti, metri e pesi di valutazione possono differire anche in misura notevole.

In attesa di una regolamentazione specifica, sono due gli approcci che le principali agenzie di rating utilizzano per elaborare il rating ESG: uno quantitativo che si basa su dati resi disponibili dalle aziende stesse e un approccio più qualitativo che prevede la raccolta di dati e informazioni mediante questionari ESG rivolti direttamente alle imprese da valutare.

I rating ESG rappresentano un classico esempio di *Hard Information* sono infatti

informazioni numeriche, quantitative, facilmente confrontabili.

L'attribuzione di un rating ESG nei report degli analisti finanziari fornisce un'informazione molto importante per il lettore: la possibilità di capire quanto è sostenibile la società e ancor di più la possibilità di confrontare le diverse società sotto l'aspetto della sostenibilità. La sola presenza di *Soft Information* rende il report meno efficace, nonostante una vasta quantità di informazioni. Questo perché le informazioni così presentate sembrano esserci solo perché previste dalla standardizzazione senza un reale obiettivo. Molto spesso inoltre la presenza di sole informazioni qualitative non coglie l'attenzione del lettore e dunque non vengono considerate per la scelta dell'investimento.

CAPITOLO 3. I temi della sostenibilità nei report degli analisti finanziari. Un'analisi empirica.

3.1 Introduzione

L'obiettivo principale di questa ricerca è quello di esaminare se e in che modo gli analisti finanziari tengono conto degli aspetti di *Corporate Social Responsibility* all'interno dei loro report aziendali.

Sebbene per ogni report vi sia un contenuto minimo che include *target price*, raccomandazione d'investimento ed *earnings forecasts*, essi sono documenti eterogenei. La struttura di base del report infatti, è solitamente arricchita di ulteriori informazioni riconducibili a fatti che possono caratterizzare l'impresa che si vuole analizzare e il suo contesto economico di riferimento.

Ciò che ci si aspetta è che gli analisti finanziari essendo consapevoli dell'elevato interesse dell'intera collettività e in particolare degli investitori ai temi di *Corporate Social Responsibility*, oltre a informazioni di carattere prettamente finanziario, integrino all'interno dei loro report informazioni aventi carattere non finanziario, più nello specifico informazioni sul contesto sociale e ambientale dell'azienda analizzata.

Attraverso una *content analysis* si andrà dunque a verificare se gli analisti discutono gli aspetti di sostenibilità d'impresa all'interno dei report da loro emessi.

Inoltre, sulla scorta degli approfondimenti presentati nei capitoli precedenti, nasce lo spunto per verificare empiricamente se esiste o meno una relazione tra adozione di pratiche sostenibili da parte di una società e raccomandazione d'investimento.

La descrizione dettagliata dell'analisi condotta, del campione di riferimento e della metodologia utilizzata nonché i risultati ottenuti verranno successivamente esposti. Il capitolo è strutturato come segue: nel paragrafo 2 vengono riportati alcuni tra i più rilevanti risultati ottenuti dalla letteratura e vengono specificate le ipotesi di ricerca; nel paragrafo 3 si seleziona e descrive il dataset utilizzato; nel paragrafo 4 vengono riportati i principali risultati riscontrati da una iniziale analisi di contenuto e nel paragrafo 5 vengono invece riportati i risultati ottenuti da un'analisi econometrica. Infine, nel paragrafo 6 si conclude il lavoro.

3.2 Rassegna della letteratura e costruzione delle ipotesi

Come è stato descritto nel capitolo precedente, gli analisti finanziari agiscono come intermediari dell'informazione. Essi utilizzano le loro competenze e conoscenze economiche per prevedere l'andamento dei mercati e delle quotazioni di borsa. Successivamente, elaborano raccomandazioni d'investimento adeguate in vista di operazioni finanziarie. Attraverso la diffusione di queste raccomandazioni, la quale avviene tramite l'emissione di report aziendali, gli analisti sono in grado di modellare i giudizi degli investitori e di influenzarne le loro decisioni.

Come è stato già indicato, una raccomandazione d'investimento dipende dal confronto tra *target price* e prezzo corrente del medesimo titolo aziendale. La raccomandazione sarà positiva (*buy*) nel caso in cui il *target price* risulti essere superiore al prezzo corrente di mercato, sarà invece negativa (*sell*) nel caso in cui il *target price* risulti essere inferiore. Alla luce del ruolo fondamentale che gli analisti svolgono nell'allocazione di risorse finanziarie, è essenziale capire se e come gli analisti valutano il coinvolgimento della CSR e se ritengono che gli investimenti in CSR siano una leva di vantaggio competitivo per l'azienda o al contrario un costo superfluo.

La letteratura esistente suggerisce che gli analisti prestano attenzione alle *policy* sostenibili adottate dalle società e le considerano quando emettono una certa raccomandazione sui titoli. C'è evidenza del fatto che gli analisti vadano a adattare le loro raccomandazioni d'acquisto o di vendita proprio sulla base dell'attenzione che le aziende pongono sulla sostenibilità. Tale enfasi dimostrata dagli analisti sulla responsabilità sociale delle imprese è dovuta in parte dalla crescente domanda che gli investitori stessi hanno per la CSR (Dhaliwal *et al.*, 2012).

La presente ricerca si pone come primo obiettivo quello di verificare se effettivamente gli analisti tengono conto degli aspetti di sostenibilità all'interno dei loro report.

La prima ipotesi è pertanto formulata nel seguente modo:

H1: Data la crescente attenzione ai temi di responsabilità sociale, gli analisti all'interno dei loro report riportano informazione sulle pratiche di CSR adottate delle società.

Per verificare questa prima ipotesi verrà analizzato il contenuto di un campione di report emessi da analisti finanziari su società quotate sul mercato italiano.

Ciò che è stato analizzato nei capitoli precedenti ha dimostrato che le numerose ricerche condotte per spiegare le potenziali implicazioni della CSR, non sono ancora riuscite a pervenire ad un risultato univoco e consistente. Gli studi empirici sulla relazione tra CSR e redditività sono per lo più contraddittori, mostrando una correlazione tra le due variabili in certi casi negativa e in altri positiva.

Gli oppositori della CSR ritengono applicabile la cosiddetta teoria dell'agenzia la quale sostiene che la CSR potrebbe servire prevalentemente per raggiungere obiettivi opportunistici dei manager a scapito degli interessi degli azionisti (Brammer e Pavelin, 2006). Il loro obiettivo è quello di dimostrare che gli investimenti in CSR rappresentano solamente una fonte di distrazione di risorse finanziarie e dunque devono essere evitati. Tuttavia, un altro flusso di letteratura ha riscontrato una relazione positiva. La teoria degli *stakeholder* postula che la CSR abbia un effetto di valorizzazione che avvantaggia sia gli azionisti che gli *stakeholder* (Aguinis e Glavas, 2012). In un mercato in cui i consumatori hanno un elevato livello di consapevolezza riguardo alle tematiche di CSR, una *performance* CSR superiore può migliorare il valore del marchio e la reputazione delle aziende, il che a sua volta migliora la valutazione del prodotto aziendale. Inoltre, le aziende con una migliore reputazione e quelle che prestano particolare attenzione al miglioramento del benessere dei propri dipendenti tramite programmi CSR, possono attrarre migliori talenti e motivare i dipendenti a migliorare la produttività (Waddock e Graves, 1997).

Secondo la teoria dell'agenzia, le performance CSR sono negativamente collegate alle performance finanziarie, questo induce gli analisti a considerare gli investimenti nella CSR come uno spreco di risorse, e dunque saranno propensi ad emettere raccomandazioni d'investimento negative.

Al contrario, secondo la teoria degli *stakeholder*, le pratiche di CSR vengono percepite come un insieme di attività che possono contribuire positivamente alla redditività. In questo caso è più probabile che gli analisti avendo una percezione positiva degli investimenti in CSR vadano ad aumentare il valore del *target price*. Di conseguenza cresce la probabilità che vengano emesse per queste società raccomandazioni d'investimento positive (*buy*).

Considerato che negli ultimi anni sembra prevalere la teoria degli *stakeholder* piuttosto che la teoria dell'agenzia, si ipotizza che le aziende con maggiore attenzione alle tre dimensioni che caratterizzano la sostenibilità, siano associate a raccomandazioni

d'investimento positive.

Per effettuare questa verifica vengono costruite due metodologie d'indagine differenti; la prima si pone come obiettivo quello di verificare se in generale gli analisti quando prestano attenzione alla sostenibilità all'interno dei loro report sono spinti ad emettere raccomandazioni d'investimento più favorevoli. E dunque se l'informativa CSR effettivamente conta in termini positivi. La seconda ricerca invece è più specifica, in questo caso infatti si vuole verificare se conta maggiormente l'informativa positiva o negativa che viene data dall'analista. In questo secondo caso, sempre partendo da una logica secondo la quale gli analisti sono favorevoli alla sostenibilità, ci si aspetta che quando essi ritengono che la società in esame sia molto attenta in termini positivi alle tematiche di CSR, allora saranno maggiormente inclini a emettere raccomandazioni d'investimento positive, al contrario quando essi ritengono che la società non si stia impegnando adeguatamente ad adottare pratiche sostenibili, essi saranno orientati a emettere raccomandazioni d'investimento negative.

Pertanto, vengono riportate di seguito le ipotesi da accertare.

Nel primo caso verrà analizzato l'intero campione di report e si verificherà se:

H2: L'informativa CSR contenuta nel report emesso da un'analista finanziario conta. Per i report che contengono queste informazioni è maggiore la probabilità di osservare una raccomandazione d'investimento positiva.

Nel secondo caso si andrà più nel dettaglio. Si analizzerà infatti solamente il campione di report che contengono specifiche informazioni riguardanti la CSR e si verificherà se:

H3: Gli analisti emettono raccomandazioni d'investimento positive quando essi ritengono che la società in esame sia incline a adottare comportamenti sostenibili.

3.3 Selezione e descrizione del Dataset

L'analisi utilizza un campione di riferimento composto da 1.904 report emessi da analisti finanziari su 163 società quotate nel mercato azionario italiano. Tutti i report del campione, attualmente disponibili nel sito della Borsa Italiana S.p.A., sono stati pubblicati tra il 2015 e il 2020.

L'analisi viene condotta su due livelli: descrittivo e inferenziale.

La prima parte della ricerca ha l'intento di indagare sull'attenzione che analisti finanziari e banche d'investimento pongono alla questione della sostenibilità all'interno dei report

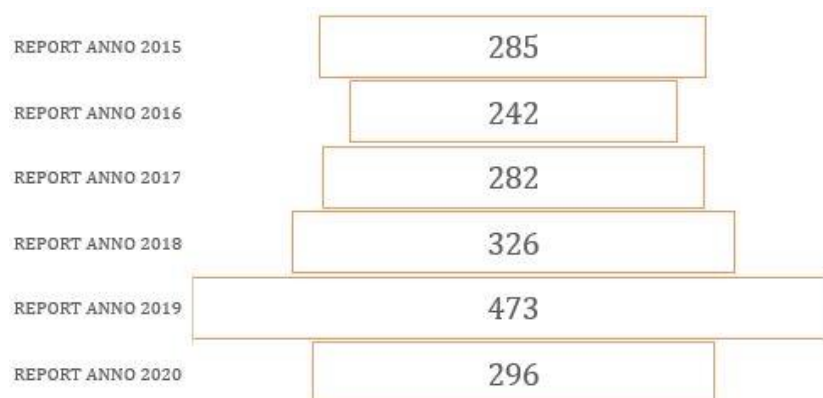
da loro emessi. Questa indagine avverrà tramite una *content analysis*.

La seconda parte della ricerca è invece orientata nell'individuare la relazione esistente tra *policy* di sostenibilità e raccomandazione d'investimento. Questo studio verrà affrontato tramite l'utilizzo di alcune regressioni che consentano di verificare se esiste o meno una relazione tra le due variabili.

È stato preso in esame un arco temporale di sei anni perché risulterà interessante verificare se l'attenzione ai temi di *Corporate Social Responsibility* è aumentata nel corso del tempo. Le ultime iniziative istituzionali come ad esempio "L'Agenda 2030" potrebbero infatti aver aumentato la consapevolezza riguardo la necessità di adottare comportamenti per affrontare le sfide verso un sentiero sostenibile e questo potrebbe aver spinto gli analisti a porre maggiore attenzione ai diversi aspetti della sostenibilità.

Riportiamo per ciascuno anno (dal 2015 al 2020) il numero di report inseriti all'interno del dataset.

Figura 5: Numero report suddivisi per anno



Fonte: Rielaborazione personale

Come è stato anticipato il dataset considera 163 società quotate nel mercato azionario italiano. Per la presente ricerca, è importante conoscere il settore di appartenenza di ciascuna società. Bisogna infatti considerare che in relazione a settori e prodotti specifici, le società sono spinte ad assumere determinati comportamenti responsabili. Da ciò ne deriva che le valutazioni fatte dagli analisti potranno essere differenti in base al settore principale di appartenenza. Le imprese che lavorano ad esempio con risorse naturali o che svolgono determinate attività in grado di condizionare profondamente l'ambiente,

saranno più controllate nelle loro prestazioni ambientali rispetto a quelle operanti in altri settori. Di seguito, nella tabella 1, vengono riportate le 163 società incluse nel campione con l'indicazione specifica del settore di appartenenza¹.

Tabella 1: Composizione del campione di studio: società e settori d'appartenenza

	SOCIETA'	SETTORE
1	A2A	Utility (general)
2	Abitare In S.p.A.	Real Estate
3	Aedes	Real Estate Investment Trust
4	Aeffe	Branded Goods
5	Aeroporto Guglielmo Marconi Di Bologna	Transportation
6	Agatos S.p.A.	Energy services
7	Alfio Bardolla Training Group S.p.A.	Education
8	TerniEnergia (AlgoWatt)	Semiconductor Equip
9	Alkemy S.p.A.	Business & Consumer Services
10	AMM S.p.A.	Software (Internet)
11	Amplifon	Healthcare Support Services
12	Anima Holding	Investments & Asset Management
13	Antares Vision S.p.A.	Healthcare Information & Technology
14	Aquafil	Industrial
15	Arnoldo Mondadori Editore	Publishing & Newspapers
16	Arterra Bioscience S.p.A.	Drugs (Biotechnology)
17	Ascopiave	Power
18	Askoll EVA S.p.A.	Auto & Truck
19	Assicurazioni Generali	Insurance (General)
20	Assiteca S.p.A.	Insurance (General)
21	Astaldi	Engineering/Construction
22	Avio	Aerospace/Defense
23	Azimut Holding	Investments & Asset Management
24	B.F.	Farming/Agriculture
25	Banca Farmafactoring	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)
26	Banca Finnat Euramerica	Investments & Asset Management
27	Banca Generali	Investments & Asset Management
28	Banca IFIS	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)
29	Banca Mediolanum	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)
30	Banca Sistema	Bank (Money Center)

¹ Il settore di appartenenza lo si è ricavato facilmente da ogni report sotto l'indicazione "sector" specificata da ogni analista finanziario. Successivamente per evitare possibili errori è stata fatta un'ulteriore verifica attraverso la classificazione effettuata da Damodaran.

Aswath Damodaran nato il 23 settembre 1957, è professore di finanza e autore di diversi libri sulla valutazione azionaria. Nel sito online: Damodaran Online, si possono ricavare dati aggiornati annualmente sulla finanza aziendale. È possibile trovare numerosi fogli di calcolo sviluppati da lui stesso per analizzare le aziende, tra i quali un foglio che include l'elenco dei settori e le aziende in ciascuno di essi. Link:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/databreakdown.html#industry

31	BB Biotech	Biotechnology
32	Biesse	Machinery
33	Bio On S.p.A.	Specialty Chemicals/Biotechnology
34	Blue Financial Communication S.p.A.	Publishing & Newspapers
35	Borgosesia	Diversified Financials
36	Brunello Cucinelli	Luxury Goods
37	Buzzi Unicem	Construction Supplies
38	Cairo Communication	Advertising
39	Caleffi	Personal & Household Goods
40	Caleido Group S.p.A.	Hotel/Gaming
41	Casta Diva Group S.p.A.	Entertainment
42	Cdr Advance Capital S.p.A.	Business & Consumer Services
43	Cellularline S.p.A.	Computers/Peripherals
44	Cementir Holding	Construction Supplies
45	Centrale del Latte d'Italia	Food Processing
46	Cerved Group S.p.A.	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)
47	Cft S.p.A.	Machinery
48	Circle S.p.A.	Business & Consumer Services
49	Clabo S.p.A.	Manufacturing
50	Clean BnB S.p.A.	Real Estate (Operations & Services)
51	Cnh Industrial	Capital Goods
52	Confinvest F.L. S.p.A.	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)
53	Copernico SIM S.p.A.	Investments & Asset Management
54	Costamp Group S.p.A.	Machinery
55	Cover 50	Apparel
56	Culti Milano S.p.A.	Chemical (Specialty)
57	Cyberoo S.p.A.	Software (Internet)
58	D'Amico International Shipping	Oil/Gas Distribution
59	Datalogic	Electronics (General)
60	DBA Group S.p.A.	Computer Services
61	DEA Capital	Investments & Asset Management
62	Doxee S.p.A.	Technology Services
63	Ediliziacrobatca	Engineering/Construction
64	Eles S.p.A.	Industrials
65	Elettra Investimenti S.p.A.	Power
66	Emak	Furn/Home Furnishings
67	Enav	Air Services
68	Enel	Power
69	Energica Motor Company S.p.A.	Auto & Truck
70	Eprice	Electronics (General)
71	Equita Group S.p.A.	Investment Banking
72	Erg	Power
73	Esautomotion S.p.A.	Machinery
74	Esprinet	Computer Services

75	Eurotech	Computers/Peripherals
76	Falck Renewables	Green & Renewable Energy
77	Farmaè S.p.A.	Retail (Special Lines)
78	Ferrari	Auto & Truck
79	Fervi S.p.A.	Machinery
80	Fidia	Machinery
81	Fila	General Retail
82	Fine Foods & Pharmaceuticals NTM S.p.A.	Healthcare Information and Technology
83	Finlogic S.p.A.	Industrials
84	Fnm	Trasporti
85	Fos S.p.A.	Information and communication Technology
86	Friulchem S.p.A.	Drugs (Pharmaceutical)
87	Garofalo Health Care	Hospitals/Healthcare Facilities
88	Gefran	Packaging
89	Gel S.p.A.	HydroTechnology
90	Gismondi 1754 S.p.A.	Apparel
91	GPI	Healthcare Information and Technology
92	Grifal S.p.A.	Packaging
93	Guala Closures	Packaging & Container
94	H-Farm S.p.A.	Investments & Asset Management
95	Health Italia S.p.A.	Healthcare Support Services
96	ICF Group S.p.A.	Industrials
97	Illimity Bank	Bank (Money Center)
98	Ilpra S.p.A.	Machinery
99	IMA	Industrial Machine
100	Indel B	Industrials
101	Intred S.p.A.	Telecom. Services
102	Isagro	Chemical (Specialty)
103	IT Way	Computer Services
104	Italgas	Power
105	IVS Group	Retail (Online)
106	Kolinpharma S.p.A.	Household Products
107	La Doria	Food Processing
108	Landi Renzo	Auto Parts
109	Leone Film Group S.p.A.	Entertainment
110	Longino & Cardenal S.p.A.	Restaurant/Dining
111	LU-VE S.p.A.	Industrials
112	Lventure Group	Venture Capital
113	MailUp S.p.A.	Software (System & Application)
114	Maps S.p.A.	Information Technologies
115	Marr	Food Wholesalers
116	Marzocchi Pompe S.p.A.	Machinery
117	Matica Fintec S.p.A.	Computers/Peripherals
118	Monnalisa S.p.A.	Fashion

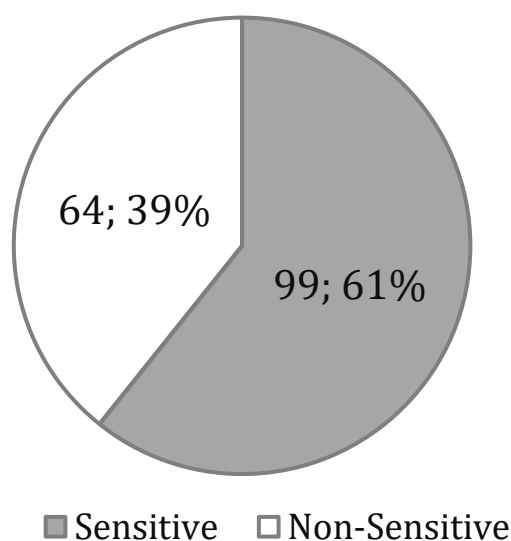
119	Neosperience S.p.A.	Software (System & Application)
120	Nexi	Financial Services Industrial
121	Officina Stellare S.p.A.	Industrials
122	OVS	Apparel
123	Panariagroup Industrie Ceramiche	Building Materials
124	Pharmanutra S.p.A.	Pharmaceutical
125	Piaggio & C.	Auto & Truck
126	Pirelli & C.	Automobiles & Components
127	PLT energia S.p.A.	Energy
128	Poste Italiane	Financial
129	Powersoft S.p.A.	Electronics (Consumer & Office)
130	Prima Industrie	Machinery
131	Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	Furn/Home Furnishings
132	Renergetica S.p.A.	Green & Renewable Energy
133	Reply	Industrials
134	Rosetti Marino	Oil Equipment & Services
135	Sabaf	Industrials
136	Saes Getters	Electronics (General)
137	Safilo Group	Apparel
138	Salvatore Ferragamo	Luxury Goods
139	Sanlorenzo	Branded Goods
140	Sciuker Frames S.p.A.	Building Materials
141	Seri Industrial	Industrials
142	Sicit Group	Chemical (Specialty)
143	Sirio	Restaurant/Dining
144	SIT S.p.A.	Electronics (General)
145	SITI B&T Group S.p.A.	Machinery
146	Sogefi	Auto Parts
147	Somec S.p.A.	Industrials
148	Spactiv S.p.A.	Investments & Asset Management
149	T.P.S. S.p.A.	Aerospace Engineering
150	Techedge	Information Technologies
151	Technogym	Recreation
152	Telecom Italia	Telecom. Services
153	Tesmec	Construction Supplies
154	TheSpac S.p.A.	Financial
155	Toscana Aeroporti	Air Transport
156	Trawell Co S.p.A.	Air Transport
157	Triboo S.p.A.	Information Technologies
158	UCapital24 S.p.A.	FinTech
159	Unidata S.p.A.	Telecommunication
160	Valsoia	Food Processing
161	Vetrya S.p.A.	Software (System & Application)
162	Vimi Fasteners S.p.A.	Machinery

Dalla tabella 1 è facile osservare che i settori nei quali operano le società appartenenti al campione d'indagine sono molteplici, essi possono però essere suddivisi in sette macrocategorie:

- a) Settore energetico
- b) Settore finanziario
- c) Settore tecnologico
- d) Settore chimico/farmaceutico
- e) Settore manifatturiero/industriale
- f) Beni di consumo
- g) Altri/Diversificati

In base al settore di appartenenza, le società possono essere distinte tra società *Environmentally Sensitive* e società *Non-Sensitive*. Le prime sono società che operando in determinati settori, quali ad esempio settore energetico, beni di consumo e industriale, è più probabile che pongano un'attenzione maggiore alle pratiche di sostenibilità, le seconde invece sono società per le quali è meno probabile che all'interno della loro logica aziendale si focalizzino su aspetti legati alla sostenibilità.

Figura 6: Suddivisione società Environmentally Sensitive e Non-Sensitive



Fonte: Rielaborazione personale

All'interno del campione d'indagine sono 99 le società che appartengono a settori classificabili come *Environmentally Sensitive*. Per differenza sono 64 le società che appartengono a settori "non sensibili".

3.4. Content Analysis

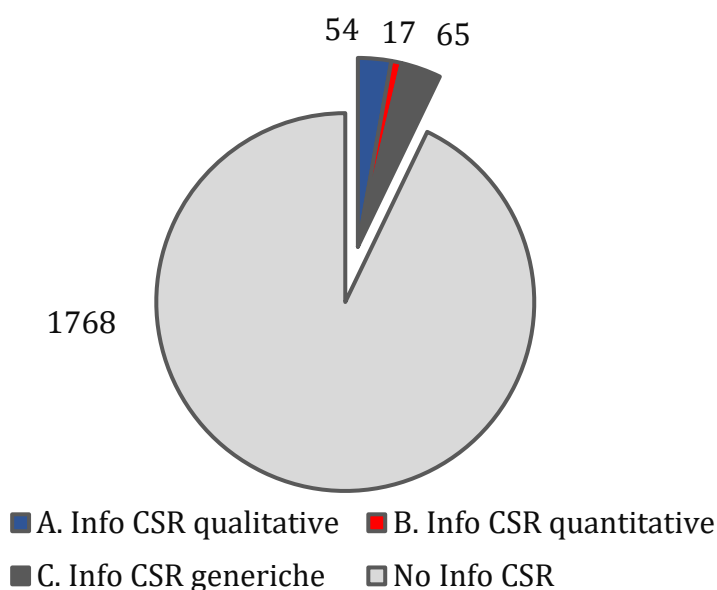
Ad oggi, per effettuare analisi di tipo qualitativo come le *content analysis*, si ricorre all'utilizzo di *software* creati appositamente per estrarre informazioni da specifici documenti. Inseriti i documenti da analizzare all'interno del *software* e digitate le parole chiave, i termini o le locuzioni da ricercare, esso è in grado, attraverso una ricerca automatica, di identificare quali tra i documenti contengono al loro interno le parole chiave indicate. Seppure appoggiandosi a questi *software* l'analisi sarebbe stata molto più veloce, si è ritenuto più opportuno svolgere un'analisi dettagliata di ogni singolo report, cercando manualmente per ogni documento se vi sono riferimenti alla *Corporate Social Responsibility*. Questa scelta ha permesso un'indagine più approfondita e dettagliata; minimizzando la possibilità di aver tralasciato qualche informazione che potesse essere rilevante per la presente indagine.

Analizzando singolarmente ciascun report è stato trovato che il numero di report che contengono informazioni riferite alla sostenibilità è molto ristretto. Di 1904 report analizzati sono infatti solo 136 quelli che contengono al loro interno riferimenti ad almeno uno dei tre pilastri della sostenibilità.

In base all'intensità e alle modalità con le quali gli analisti trattano le informazioni riguardanti la sostenibilità all'interno dei report essi possono essere così classificati:

- A. Report che contengono sezioni apposite dedicate alla descrizione di informazioni di carattere non finanziario, in particolare relative alle tematiche *Environmental, Social e Governance (ESG); Soft Information*
- B. Report che nella sezione "*valuation*" applicando un indice numerico sintetico considerano in modo esplicito la dimensione "Sostenibilità", *Hard Information*
- C. Report che contengono qualche riferimento generico in merito a tematiche ambientali e sociali

Figura 7: Numero Report per tipologia di informazioni sulla CSR



Fonte: Rielaborazione personale

A. Sono stati trovati 54 report che al loro interno contengono un'apposita sezione dedicata alla descrizione di informazioni di carattere non finanziario, in particolare relative alle tematiche *Environmental, Social e Governance* (ESG). La tabella A.1 in Appendice riporta la lista completa.

Di questi 54 report 41 analizzano società appartenenti a settori *Environmentally Sensitive* e i restanti 13 sono riferiti a società che operano in settori cosiddetti "non sensibili". Anche se la maggioranza di questi 54 report riguarda società *Environmentally Sensitive*, non è possibile affermare con certezza che il fatto di appartenere ad un settore "sensibile" spinga maggiormente gli analisti a considerare aspetti di *Corporate Social Responsibility*. Di questi 54 report 18 sono stati redatti da Banca Finnat Euramerica S.p.A. e 32 da UBI Banca, i restanti 4 report sono stati redatti 1 da Equita SIM, 2 da Banca IMI e 1 da Kepler Cheuvreux.

Le informazioni all'interno di questi report sono di tipo qualitativo; le cosiddette *Soft Information*. Viene data comunicazione di queste informazioni solo grazie ad un testo, senza alcun riferimento di tipo numerico. Come è stato già specificato, la mancanza di un riferimento numerico, rende queste informazioni meno utili in quanto diventa complesso quantificare in che misura queste società siano effettivamente attente ai temi di sostenibilità e diventa altrettanto difficile effettuare un confronto con altre società operanti nello stesso settore. L'attribuzione di un'indicazione numerica, un Rating ESG ad

esempio, coglierebbe maggiormente l'attenzione del lettore e lo indirizzerebbe meglio nell'effettuare un'opportuna scelta d'investimento.

➤ Report di Banca Finnat Euramerica

Come è stato indicato, sono 18 i report di Banca Finnat Euramerica che contengono al loro interno informazioni aventi carattere non finanziario legate alla sostenibilità.

Questi report sono stati redatti tutti nel biennio 2019-2020, nello specifico 9 nel 2019 e 9 nel 2020. Tutti gli altri report pubblicati da Banca Finnat tra il 2015 e il 2018 non contengono al loro interno questo tipo di informazioni. Sembra che vi sia conferma del fatto che la maggiore attenzione degli ultimi anni ai temi di *Corporate Social Responsibility* da parte degli investitori spinga anche gli analisti finanziari, in questo caso Banca Finnat a considerare maggiormente queste tematiche.

All'interno di questi report, la sezione dedicata ad informazioni di tipo ESG è standardizzata (tranne per il report del 24.06.19 dove si analizza società Officina Stellare S.p.A., e il report del 25.07.19 dove si analizza società Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.).

La sezione del report dedicata a questi aspetti viene intitolata *ESG Highlights: Environmental, Social, Governance*. L'analista prima di riportare tutte le informazioni specifica che:

"Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese e, in particolare, quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) sono oggetto di crescente attenzione da parte degli investitori [istituzionali] nell'ambito dei propri processi di investimento. Queste informazioni sono maggiormente accessibili al mercato con riferimento alle società a grande capitalizzazione, anche grazie a valutazioni o certificazioni da parte di agenzie specializzate, rispetto a quanto non lo siano per le Small e Micro Cap. Banca Finnat ha ritenuto di adoperarsi affinché, nelle proprie Equity Company Note, si dia conto delle politiche e delle azioni adottate dalle società quotate oggetto di Analyst Coverage in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG), esponendo queste informazioni unitariamente in un'apposita sezione. Le informazioni sono state riportate nei riquadri sottostanti così come fornite dalla Società nell'ambito degli incontri e dei colloqui con gli analisti della Banca, propedeutici al rilascio della Equity Company Note anche sulla base di un apposito questionario elaborato dell'Ufficio Studi della Banca"

In questa sezione vi sono infatti tre riquadri, in ognuno dei quali viene analizzata una dimensione della sostenibilità. Per ognuna di esse vengono indicate le *policy* adottate dall'azienda in esame:

- **Esg.** *Policy* ambientali necessarie per preservare la sfera ambientale
- **eSg.** *Policy* sociali necessarie per garantire equità delle risorse all'interno della dimensione sociale
- **esG.** *Policy* di governance per utilizzare in modo efficiente le risorse in modo da generare reddito per la dimensione economica

➤ Report di UBI Banca

Anche UBI Banca nei propri report segue una forma standardizzata che rimane uguale anche per società appartenenti a settori differenti. Vi è un paragrafo intitolato *ESG PICTURE* all'interno del quale vi sono tre sezioni distinte: *Corporate Governance*, *Climate related risk* e *Social Responsibilities*; ogni sezione si riferisce ad una determinata dimensione della sostenibilità: ambientale, sociale e di governance.

Se nei report di Banca Finnat le informazioni venivano riportate in modo descrittivo ora le informazioni vengono riportate seguendo uno schema di domanda e risposta. L'analista pone una sorta di questionario al quale lui stesso dà delle risposte specifiche in base alla società presa in esame. Riportiamo di seguito le domande poste dall'analista.

Corporate Governance

-L'azienda ha un *combined Chair/CEO*?

-Percentuale amministratori indipendenti

-L'azienda ha *loyalty shares*?

-I principali azionisti (se presenti) hanno in atto un "patto di azionisti"?

-L'azienda ha adottato una "*poison pill*" o clausole di "cambio di controllo"?

-Potenziale diluizione da *stock option* in circolazione non ancora assegnate?

-Dettaglio remunerazione CEO (stipendio fisso)

-Dettaglio remunerazione Presidente (stipendio fisso)

-Il prezzo delle azioni è incluso nei criteri MBO?

-Percentuale di azioni proprie

Climate related risk

- L'azienda ha definito obiettivi per le emissioni di GHG (gas ad effetto serra)?
- Come valuta l'azienda il rischio legato al clima?

Social Responsibilities

- L'azienda pubblica un report di sostenibilità separato?
- L'azienda ha un capo SRI/CSR (o un comitato)?
- Il capo SRI/CSR vota in uno dei comitati dell'azienda?
- Il responsabile delle relazioni con gli investitori è una persona diversa dal CFO (o da altri funzionari)?
- La strategia ESG è integrata nel Business Plan (o nella strategia di gruppo)?
- L'azienda ha un codice etico?
- Percentuale amministratori donna
- Come viene gestito il problema della sicurezza informatica?

Anche in questo caso viene prestata attenzione al tema della sostenibilità anche se, a differenza di quanto avveniva per i report di Banca Finnat Euramerica ora le questioni vengono trattate in modo molto sintetico e schematico.

➤ Kepler Cheuvreux

Non ci si focalizzerà sui report emessi da Equita SIM e Banca IMI. In entrambi i casi infatti vi sono informazioni sulla *Corporate Social Responsibility* ma queste sono molto limitate. Nonostante gli analisti abbiano riportato queste informazioni, non è chiaro se poi ne tengano effettivamente conto quando devono effettuare la raccomandazione d'investimento.

A differenza loro, Kepler Cheuvreux, nel report su Italgas emesso il 27 gennaio 2020, richiama molto spesso e più nello specifico gli aspetti della sostenibilità. È opportuno specificare che Italgas operando nel settore energetico rientra tra quelle società che sono state indicate come *Environmentally Sensitive*.

Vi sono due paragrafi all'interno del report che riferiscono a tematiche CSR: *Digitalisation and Sustainability* e *ESG Profile*. Entrambi i paragrafi, lunghi e discorsivi, sono probabilmente in grado di cogliere l'attenzione del lettore.

Nel primo paragrafo viene specificato che la società include all'interno della propria strategia "Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG)". Inoltre, vengono descritti i cinque pilastri sui quali si basa il piano di sostenibilità dell'azienda: impegno per la sostenibilità,

mettere le persone al primo posto, forte presenza locale, creazione di valore per mercato e clienti, efficienza energetica ed ambientale.

Nel secondo paragrafo, *intitolato ESG Profile*, vi è una suddivisione per tematica: *Governance, Health and Safety, Products & Services*.

Sebbene Kepler sembri essere consapevole dei benefici che Italgas riesce e riuscirà a trarre in un futuro perseguendo obiettivi di *Corporate Social Responsibility*, essa sembra non considerarli al momento della “*valuation*”. Ciò implica che la raccomandazione d’investimento non dipenderà affatto da questi parametri.

B. Sono stati trovati 17 report i quali nella sezione “*valuation*” applicando un indice numerico sintetico considerano in modo esplicito la dimensione “Sostenibilità”. La lista completa di questi 17 report la si trova in Appendice tabella B.1.

Le informazioni in questo caso sono di tipo *Hard Information*, vi è infatti un riferimento numerico specifico. Ci si aspetta in questo caso che sia più chiaro verificare il modo in cui gli analisti tengono conto di queste informazioni prima di emettere una raccomandazione d’investimento.

Di questi 17 report, 15 sono riferiti a società che operano all’interno di settori *Environmentally Sensitive*. Anche in questo caso non è possibile indicare se l’appartenenza ad uno di questi settori spinga ad una maggiore considerazione delle tematiche CSR o se il fatto che la maggioranza di queste società siano “sensibili” sia una semplice casualità.

Di questi 17 report, 7 sono stati emessi da IR Top Consulting; boutique finanziaria leader in Italia nella consulenza direzionale per Capital Markets e Investor Relations, gli altri 10 sono stati emessi da Twice Research S.r.l.; società indipendente di analisi finanziaria.

Anche in questo caso i report trovati sono stati emessi negli ultimi anni 2018-2019-2020, nel triennio precedente non si trova alcun report che includa informazioni numeriche relative ad aspetti CSR.

➤ Report di IR Top Consulting

L’analista effettua la valutazione utilizzando due diverse metodologie: multipli di mercato e *DCF model*.

La società d’analisi specifica il procedimento che segue quando utilizza il metodo dei multipli. Per determinare il *fair value* della società quotata sul mercato della Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese (AIM Italia), viene applicato uno sconto sul multiplo peer medio in base ad un algoritmo che misura il posizionamento dell’azienda rispetto al

mercato AIM Italia nel suo complesso e all'AIM di riferimento del settore. In collaborazione con quanto definito dall'Osservatorio AIM, le società vengono così analizzate secondo quattro dimensioni: dati di mercato (capitalizzazione, liquidità, flottante), dati finanziari (crescita e redditività), sostenibilità (ESG), trasparenza (piano strategico).

I dati di mercato stabiliscono uno sconto di base che va dal 20% al 30%, le altre tre dimensioni determinano uno sconto/premio aggiuntivo in un range del +/- 5%.

Viene poi nello specifico indicato se la società analizzata presenta amministratori indipendenti, una *list vote*, dati ambientali rilevanti e dati sociali rilevanti, per ciascuna di queste categorie non si entra però nello specifico.

Il fatto che ad una società vengano assegnati valori positivi in termini di sostenibilità, dovrebbe spingere gli analisti ad aumentare il *target price* e dunque ad emettere raccomandazioni positive d'acquisto. Assegnando un premio aggiuntivo che come già indicato può arrivare ad un tetto massimo del 5% per le tre dimensioni: dati finanziari, sostenibilità e trasparenza, c'è una maggiore probabilità che si verifichi un incremento del *target price*. Questo verrà verificato successivamente attraverso un'analisi empirica fondata su una regressione di tipo lineare.

➤ Twice Research S.r.l.

In questo caso l'analista valuta la società sulla base di proiezioni del flusso di cassa a tre anni. Il valore terminale viene calcolato applicando la metodologia del P/E aggiustato. Gli analisti per calcolare il valore dell'azienda applicano alla valutazione un indice sintetico che mira a misurare la capacità dell'azienda di generare nel tempo valore per gli *stakeholder*. Viene specificato che l'indice integra fattori a contenuto di valore (ESG) con metriche finanziarie.

L'ultima pagina di ciascun report riporta una spiegazione di come viene calcolato l'indice sintetico. Vi sono nove grandezze, a ciascuna di esse viene assegnato un peso percentuale, la somma complessiva dei diversi pesi è pari 100%.

Le nove grandezze e i loro rispettivi pesi sono:

1. Management Accountability 11%
2. Management Performance 11%
3. M&A Strategy & Execution 8%
4. ESG Ranking 10%

5. Organic Growth TTM 3y exp	12%
6. Operating Leverage	10%
7. Financial Leverage	13%
8. ROS (in %) – Growth TTM	12%
9. EBIT/CIN (in %) – ROI	13%

Viene specificato che per *ESG Ranking* si intende: relazione con il territorio, innovazione, occupazione giovanile, welfare aziendale, efficienza energetica, *Cybersecurity* e protezione dati sensibili: industriali e commerciali.

In base dunque all'esito positivo o negativo che viene data a questa categoria (*Response: YES o NO*) il punteggio sintetico subirà una variazione di un +/- 10%.

Anche in questo caso, nel successivo paragrafo, entrando nel vivo dell'analisi, si analizzerà più nello specifico l'impatto che questi punteggi hanno sulla raccomandazione d'investimento finale. Si analizzerà se ad un ESG Ranking positivo corrisponde una raccomandazione d'investimento positiva.

C. Infine, sono stati trovati 65 report che contengono in modo molto generale informazioni su tematiche legate alla sostenibilità. Di questi 65 report, 50 sono riferiti a società che operano in settori *Environmentally Sensitive*.

Viene riportata in Appendice alla tabella C.1 la lista completa di questa categoria di report insieme all'indicazione generica delle informazioni contenute all'interno di ciascuno di essi.

Per differenza, sono 1768 (circa il 93% del campione) i report che al loro interno non contengono alcun tipo di informazione legata alla sostenibilità.

È un dato da non tralasciare, anzi. Sebbene il tema della sostenibilità abbia assunto un ruolo fondamentale all'interno della società attuale e nonostante i cittadini dichiarino di prediligere prodotti socialmente responsabili piuttosto che altri, gli sforzi profusi volti a salvaguardare i vari aspetti ambientali e sociali sembrano non essere considerati parte integrante del valore aziendale.

L'analisi appena effettuata porta a rifiutare l'ipotesi H1; gli analisti finanziari non riportano (o almeno non in misura rilevante) informazioni sulla CSR dell'azienda all'interno dei loro report, nonostante l'apparente crescita di attenzione ai temi di responsabilità da parte di cittadini e investitori.

3.5 Analisi Empirica

3.5.1 Il modello econometrico

Per verificare le ipotesi di partenza sono state effettuate, tramite l'utilizzo del *software EViews*, delle regressioni. Vedremo che in base alla tipologia di variabile dipendente verranno effettuate delle regressioni di tipo lineare semplice (OLS) oppure regressioni utilizzando modelli ordinati (Ordered).

Brevemente, attraverso una regressione si può verificare se esiste o meno una relazione tra una variabile dipendente Y ed una o più variabili indipendenti X . L'equazione generale per un modello di regressione lineare è la seguente:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Nella formula, Y rappresenta la variabile dipendente; α l'intercetta della retta di regressione; X sono le variabili indipendenti e β sono i coefficienti delle variabili indipendenti, infine ε rappresenta i residui del modello.

I coefficienti di regressione possono variare da $-\infty$ a $+\infty$. Nel caso in cui il coefficiente sia positivo la retta di regressione è crescente (Y aumenta all'aumentare di X); nel caso in cui il coefficiente sia negativo, la retta di regressione è decrescente (Y diminuisce all'aumentare di X); se il coefficiente dovesse essere pari a 0 la retta di regressione rimarrebbe costante (Y non varia al variare di X).

È necessario però verificare la significatività dei coefficienti della retta, lo si può fare dall'osservazione del valore del *p-value*. Più basso è il valore del *p-value* più significativo è il risultato. Solitamente: con $p < 0.01$ il coefficiente risulta essere molto significativo; con $p < 0.05$ il coefficiente è abbastanza significativo e infine, con $p < 0.10$ il coefficiente è ancora significativo, ma di poco.

Per verificare le ipotesi assunte in precedenza sono state sviluppate due analisi principali: la prima analizza all'interno del campione complessivo composto da 1904 report se la raccomandazione d'investimento dipende da parametri di sostenibilità o meno. La seconda invece riduce il campione ai soli 136 report che contengono informazioni sulla sostenibilità e si analizza in questo specifico caso se e come queste informazioni influenzano il *target price*.

Il *software* di analisi in modo automatico ha provveduto a modificare l'estensione del campione analizzato in base alla completezza dei dati al suo interno.

Nella composizione del dataset impiegato per sviluppare la ricerca si è ricorso a dati ricavati dal *database* Orbis il quale raccoglie ed aggrega informazioni su oltre 375 milioni di società. Di seguito viene data una breve spiegazione delle variabili che verranno utilizzate nel modello econometrico.

3.5.2 Le variabili utilizzate

Variabili Dipendenti

1. Raccomandazione d'investimento: RAC

Volendo esplorare gli effetti della CSR nelle raccomandazioni degli analisti finanziari, la prima variabile dipendente considerata è la raccomandazione d'investimento fornita dall'analista. Per assegnare un valore numerico alla raccomandazione viene seguito da molti studi l'approccio *dell'Institutional Brokers Estimate System* il quale registra le raccomandazioni di investimento degli analisti su una scala di cinque punti; con 1 utilizzato per indicare una raccomandazione di "acquisto forte" e 5 per una raccomandazione di "vendita" (Ioannou e Serafeim, 2015; Peng, Li, Xion, 2014). Seguendo l'approccio degli studi appena citati, la scala viene invertita in modo che le raccomandazioni più favorevoli assumano un valore più elevato (Näslund e Hafsa, 2016). Più nello specifico:

<i>Raccomandazione d'investimento</i>	<i>Punteggio</i>
Sell	1
Underperform/Reduce/Downside	2
Hold/Neutral/In Line	3
Add/Accumulate/Outperform	4
Buy	5

2. Δ Target Price

Tale variabile rappresenta il differenziale percentuale tra *target price* stimato dagli analisti e prezzo corrente riportato dal mercato nello stesso periodo temporale.

$$\Delta TP = \frac{(\text{target price} - \text{current price})}{\text{current price}}$$

La variabile rappresenta lo scostamento tra la previsione, elaborata dall'analista, sul prezzo del titolo e il valore che viene attribuito dal mercato sul medesimo titolo.

3. Δ Earnings per share (ESP)

Tale variabile rappresenta il differenziale percentuale tra EPS Estimate e EPS Actual. Ricordiamo che *Earnings per share* funge da indicatore della redditività di un'azienda; esso è calcolato dal rapporto tra l'utile netto di una società e il numero in circolazione delle sue azioni. Mentre gli EPS Estimate rappresentano le stime degli utili calcolate dall'analista, gli EPS Actual rappresentano l'ultimo utile per azione disponibile nel momento specifico in cui viene elaborato il report.

$$\Delta EPS = \frac{(EPS\ Estimate - EPS\ Actual)}{EPS\ Actual}$$

Variabili indipendenti d'interesse

Per testare le due ipotesi assunte e per verificare dunque l'impatto che le informazioni circa la responsabilità sociale d'impresa hanno sulle variabili dipendenti appena descritte, sono state scelte le seguenti variabili indipendenti:

1. Informazioni sulla CSR all'interno dei report: CSR

Questa variabile indipendente viene a comporsi come variabile dicotomica o *dummy*. In generale, una variabile *dummy* può assumere solo due valori quantitativi tipicamente 1 e 0. 1 solitamente rappresenta la presenza di un attributo qualitativo e 0 rappresenta invece l'assenza. Per il nostro modello alla variabile in questione viene attribuito il valore 1 ogni qualvolta si dovessero riscontrare all'interno dei report riferimenti agli aspetti ESG, e il valore 0 quando invece si dovesse riscontrare che all'interno di uno specifico report non c'è alcuna indicazione in merito agli aspetti di sostenibilità.

2. Tipologia di informazioni

Fatta una prima distinzione tra report all'interno dei quali non vi sono informazioni riguardanti gli aspetti ESG e report all'interno dei quali vi sono riferimenti alla sostenibilità, per questi ultimi si è ritenuto opportuno verificare come le varie informazioni ESG possano influenzare il *target price*.

Per i 136 report nei quali è stato riscontrato che l'analista accenna alle politiche sostenibili adottate dalla società (variabile CSR *dummy* prima regressione = 1) si vuole indagare se

l'analista valuta positivamente o al contrario, negativamente, il fatto che una società sia sostenibile.

Seguendo l'approccio adottato in un'analisi simile condotta da Donato e Izzo (2009), si è cercato di esprimere in forma numerica la percezione che gli analisti hanno sulla sostenibilità, distinguendo tra percezioni positive e negative. È stato così costruito un indicatore considerando le tre dimensioni fondamentali della sostenibilità: ambientale, sociale e di governance. Per ognuna delle tre dimensioni sono state ricercate tre variabili più specifiche; le riportiamo di seguito:

<i>Dimensione ambientale:</i>	Relazione con il territorio Innovazione di processo Innovazione di prodotto
<i>Dimensione sociale:</i>	Diritti umani Sicurezza Comunità
<i>Governance:</i>	Rendicontazione volontaria Gestione dei rischi Tutela delle minoranze

A ciascuna delle variabili è stato assegnato un punteggio: 0 nel caso in cui le informazioni date dall'analista sulla specifica variabile siano negative; 1 nel caso in cui le informazioni non possano essere definite né positive né negative; 2 nel caso in cui l'analista dia informazioni positive. Nel caso più favorevole saranno assegnati $2 \cdot 9 = 18$ punti; 6 punti per ognuna delle tre dimensioni.

Per ciascun report è quindi stata calcolata una media sulla base del punteggio assegnato a queste nove variabili.

Per chiarezza è opportuno specificare che all'interno di questi 136 report può essere che l'analista non tratti nello specifico tutte e 9 le variabili. Nel caso in cui l'analista non accenni ad n delle 9 variabili a queste n variabili non verrà assegnato alcun valore, la media in questo caso verrà calcolata non più su 9 variabili ma su $9 - n$.

Nel caso in cui l'analista consideri tutte e 9 le variabili all'interno del proprio report e ogni variabile sia considerata in termini positivi, il punteggio medio massimo ottenibile sarà

pari a 2.

Oltre alla variabile complessiva che comprende tutte e tre le dimensioni della sostenibilità sono state effettuate delle sotto analisi per verificare più nello specifico l'impatto di ciascuna dimensione; sono state quindi considerate tre variabili alla volta.

In Appendice alla tabella D.1 vengono riportati i risultati ottenuti dalla valutazione dei 136 report presi in considerazione.

Variabili indipendenti di controllo

Per garantire che il modello statistico utilizzato per eseguire la regressione sia il più valido possibile è necessario coinvolgere ulteriori variabili. Sono state quindi aggiunte alcune variabili in linea con precedenti ricerche empiriche. Da notare però che alcune delle variabili considerate da altri studi non vengono utilizzate in questa ricerca per via della numerosità del campione. Questa può essere una limitazione, sebbene non sia un ostacolo all'esplorazione della questione in esame.

La dimensione dell'impresa è un primo fattore che può condizionare la sua performance, attraverso soprattutto le economie di scale. Secondo Waddock e Graves (1997) inoltre, è possibile presumere che le aziende più grandi siano in grado di comportarsi in modo più responsabile rispetto a quelle più piccole. Detto ciò, si ritiene che la dimensione sia una variabile con effetti diretti sul *target price* calcolato dall'analista e successivamente sulla raccomandazione d'investimento da lui emessa. Nella letteratura, sono molteplici le grandezze economiche utilizzate per quantificare la dimensione aziendale. Seguendo la ricerca di Izzo e Donato (2009) e lo studio di Wagner (2010) si è deciso di utilizzare il logaritmo naturale del totale delle attività come indicatore della dimensione dell'impresa. Come approssimazione della dimensione aziendale viene inoltre utilizzato il valore totale della produzione. Questa variabile misura il valore prodotto dall'azienda nel corso dell'anno al lordo dei fattori che hanno contribuito alla sua realizzazione. Viene dunque inteso come somma tra produzione venduta, produzione pronta ma non ancora consegnata e produzione destinata all'uso interno.

Come misura del valore totale delle società viene utilizzato il valore logaritmico dell'*Enterprise Value* (EV). Esso rappresenta in modo accurato il valore di un'azienda e viene utilizzato come parametro alternativo alla capitalizzazione di Borsa.

Come indicatori della redditività aziendale vengono considerati *Return on Asset* e *Return on Equity*. Il primo calcolato dal rapporto tra reddito operativo e totale attivo è in grado di indicare qual è la capacità dell'azienda nel creare valore attraverso gli *assets* che detiene. Maggiore il ROA più l'azienda è efficiente, in quanto è in grado di valorizzare i mezzi a propria disposizione. Il secondo, dato dal rapporto tra reddito netto e patrimonio netto, indica la capacità di remunerare il capitale di rischio che è stato impiegato. Esso dovrebbe essere correlato positivamente al prezzo delle azioni (Izzo e Donato, 2009).

Un altro indice preso in considerazione è il *current ratio*, calcolato come il rapporto tra attività correnti e passività correnti. Esso esprime la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite correnti con entrate correnti. Ci si aspetta che sia positivamente correlato al prezzo delle azioni in quanto maggiore è quest'indice più la società è in un buon stato di salute finanziaria e più sarà in grado di far fronte alle uscite future.

Un'altra variabile che potrebbe incidere profondamente sul calcolo del *target price* è il settore industriale della società presa in esame. Le imprese in cui le attività economiche sono in grado di modificare l'ambiente e le imprese che lavorano con risorse naturali (estrazione mineraria, gas, silvicoltura ecc.) sono più controllate nelle loro prestazioni ambientali rispetto a quelle operanti in altri settori (Dierkes e Preston, 1997). Inoltre, le imprese che hanno una forte relazione con i consumatori devono mostrare un comportamento sociale più pulito, in modo che questo influenzi positivamente la reputazione dell'azienda e le sue vendite (Cowen *et al.*, 1987). È stata così creata una variabile *dummy*; in questo caso la variabile assume un valore pari a 1 nel caso in cui l'azienda appartenga ad un settore *Environmentally Sensitive*, al contrario assume un valore pari a 0 nel caso in cui l'azienda appartenga ad un settore *Non-Environmentally Sensitive*.

Si riassumono all'interno della tabella 2 le variabili utilizzate nel modello. Per ciascuna variabile viene specificato il nome, il nome utilizzato all'interno del software *EViews*, la formula per il loro calcolo e la rispettiva funzione che avranno all'interno della regressione. Vengono inoltre riportati i segni attesi dei coefficienti delle variabili indipendenti d'interesse. Per le variabili di controllo vengono invece riassunti i risultati delle principali ricerche in materia di performance finanziaria e relazione con la responsabilità sociale.

Tabella 2: Variabili utilizzate nel modello

Nome variabile	Nome EViews	Formula	Funzione nel modello	Relazione attesa
Raccomandazione d'investimento	RAC	Punteggio da 1 (sell) a 5 (buy)	Variabile dipendente	
Δ Target price	DELTA_PRICE	$\frac{(target\ price - current\ price)}{current\ price}$		
Δ Earnings per share	DELTA_EPS	$\frac{(EPS\ Estimate - EPS\ Actual)}{EPS\ Actual}$		
Presenza di informazioni CSR	CSR	Variabile dummy: 1 i report contengono informazioni CSR, 0 i report non contengono informazioni CSR	Variabile indipendente d'interesse	<u>POSITIVA</u>
Punteggio alle informazioni CSR	ESG_TOT	Valutazione standardizzata media		<u>POSITIVA</u>
Punteggio alle informazioni CSR (dim. ambientale)	ENV	Valutazione standardizzata media		<u>POSITIVA</u>
Punteggio alle informazioni CSR (dim. sociale)	SOC	Valutazione standardizzata media		<u>POSITIVA</u>
Punteggio alle informazioni CSR (dim. governance)	GOV	Valutazione standardizzata media		<u>POSITIVA</u>
Dimensione dell'azienda	ATTIV_LOG	Ln (Total Assets)	Variabile indipendente di controllo	<u>POSITIVA</u> Wagner, 2010
	PROD	Valore totale della produzione		<u>POSITIVA</u> Peng, Li, Xion, 2014
Valore totale della società	EV_LOG	Ln (Enterprise Value)		<u>POSITIVA</u>
Redditività aziendale	ROA	$\frac{Reddito\ operativo}{Totale\ attivo}$		<u>POSITIVA</u> Preston, O' Bannon, 1997

			<u>NEUTRALE</u> McWilliams, Siegel, 2001
	ROE	$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto}}$	<u>POSITIVA</u> Spicer, 1978 Waddock, Graves, 1997
Current Ratio	CURRENT_RATIO	$\frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$	<u>NEUTRALE</u> Spicer, 1978
Settore d'appartenenza	SECTOR	Variabile dummy: 1 Environmentally Sensitive, 0 Non-Environmental Sensitive	<u>POSITIVA</u> Cowen <i>et al.</i> , 1987

3.5.3 Analisi descrittiva

Prima di procedere all'analisi empirica vera e propria, vengono presentate alcune statistiche descrittive per tutte le variabili incluse nel modello. Attraverso il *software EViews* per ogni variabile è stata calcolata media, mediana, deviazione standard e infine, valore massimo e minimo che i dati possono assumere. Vengono riportati di seguito i risultati ottenuti con un breve commento, in modo che questo possa facilitare i lettori nella comprensione della successiva analisi.

Tabella 3: Statistiche descrittive variabili prima regressione (1904 report)

	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Maximum</i>	<i>Minimum</i>	<i>Std. Dev.</i>
<i>RAC</i>	4.298489	5.000000	5.000000	1.000000	0.844123
<i>CSR</i>	0.071429	0.000000	1.000000	0.000000	0.257607
<i>ATTIV_LOG</i>	12.60378	12.57992	20.07161	3.912023	2.032079
<i>PROD</i>	1485445.	184632.0	75791000	0.000000	8069098.
<i>ROE</i>	34.21684	12.24400	2611.000	-451.1030	241.8685
<i>ROA</i>	26.68505	3.896000	2611.000	-78.02700	241.3204
<i>CURRENT_RATIO</i>	3.783522	1.434890	634.4033	0.066363	28.28687
<i>SECTOR</i>	0.679622	1.000000	1.000000	0.000000	0.466744
<i>EV_LOG</i>	12.09691	12.04918	18.26262	7.611217	1.865500

Tabella 4: Statistiche descrittive variabili seconda regressione (136 report)

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
DELTA_PRICE	0.279107	0.252091	1.725146	-1.000000	0.413898
ESG_TOT	1.559921	1.500000	2.000000	0.500000	0.389092
ENV	1.630025	1.666667	2.000000	0.000000	0.459819
SOC	1.498519	1.500000	2.000000	0.000000	0.453944
GOV	1.201375	1.000000	2.000000	0.333333	0.389323
ATTIV_LOG	11.69578	11.15538	18.89803	3.912023	2.127237
PROD	989426.0	56530.00	75658000	0.000000	6605565.
ROE	-0.685786	10.61300	65.53100	-372.4140	49.10026
SECTOR	0.772059	1.000000	1.000000	0.000000	0.421055
EV_LOG	11.83926	11.07138	1815068	9.547726	1.785653

Osservando la prima variabile dipendente (RAC) si intuisce che le raccomandazioni d'investimento emesse dagli analisti sono per lo più favorevoli in quanto il valore medio si aggira intorno al valore massimo che la variabile può assumere, che ricordiamo essere pari a 5 in caso di "buy". Per quanto riguarda la prima variabile indipendente d'interesse (CSR) che ricordiamo essere una variabile *dummy* la quale assume un valore pari a 1 nel caso in cui gli analisti facciano riferimento ad alcuni aspetti della sostenibilità e valore pari a 0 nel caso in cui gli analisti non facciano alcun riferimento, si osserva una media alquanto bassa. Ciò conferma quanto riscontrato dall'analisi di contenuto ovvero che il numero dei report all'interno dei quali non vi sono informazioni sugli aspetti CSR è di gran lunga maggiore rispetto al numero di report all'interno dei quali vi si trovano informazioni.

Un'ultima nota riguarda le variabili dipendenti d'interesse che verranno inserite nella seconda regressione. Ricordiamo che la variabile ESG_TOT rappresenta il punteggio medio complessivo che è stato dato alle 9 variabili sulla sostenibilità; ENV rappresenta invece il punteggio medio complessivo assegnato alle 3 variabili della dimensione ambientale; SOC il punteggio in riferimento alla dimensione sociale e infine GOV il punteggio alla dimensione governance.

Per quanto riguarda la variabile ESG_TOT, dalla tabella 4 si può osservare che il valore massimo che assume è pari a 2. Al contrario, si può osservare che il valore minimo non arriva a 0, dunque in nessun caso gli analisti ritengono che una società si stia comportando in modo del tutto non sostenibile.

Per quanto riguarda la sottoanalisi specifica a ciascuna delle tre dimensioni, si osserva che mentre il valore massimo per tutte e tre è pari a 2, il valore minimo per la dimensione ambientale (ENV) e per quella sociale (SOC) tocca lo 0. Ciò implica che per almeno un report, tutte le considerazioni fatte dall'analista su quella specifica dimensione sono negative. Osservando la tabella D.1 riportata in appendice, si può infatti constatare che alla società Spactiv S.p.A. in data 02/12/2019 viene attribuito un punteggio pari a 0 a ciascuna variabile appartenente alla dimensione ambientale. Leggendo attentamente il report l'analista infatti afferma che la società in questione non valuta i possibili rischi legati al clima e non definisce degli obiettivi per le emissioni di GHG.

Allo stesso modo per il report elaborato in data 16/06/2020 sulla società Radici Pietro Industries & Brands S.p.A. l'analista discute in modo negativo alcuni aspetti sociali, perciò viene attribuito un valore pari a 0.

3.5.4 Analisi inferenziale

Prima di sviluppare le regressioni lineari è stato effettuato un test sulla correlazione tra le variabili di ricerca. La correlazione esprime il grado di associazione tra due variabili, indica dunque se esiste una relazione tra esse, senza necessariamente che ci sia la presenza di un rapporto di causalità. La correlazione assume un valore compreso tra -1 e 1; 1 indica la predisposizione della variabile a modificarsi nella stessa direzione di quella relazionata; -1 indica invece la predisposizione a variare nel senso contrario. Verrà considerata anche la significatività dei valori inseriti.

Tabella 5: Coefficienti di correlazione e livello di significatività (variabili prima regressione, 1904 report)

Correlation Probability	RAC	CSR	ATTIV LOG	PROD	ROE	ROA CURRENT RA	SECTOR	EV LOG
RAC	1.000000 ----							
CSR	0.069231 0.0163	1.000000 ----						
ATTIV_LOG	-0.115065 0.0001	-0.114295 0.0001	1.000000 ----					
PROD	0.033061 0.2517	-0.005599 0.8461	0.507109 0.0000	1.000000 ----				
ROE	0.060469 0.0359	-0.076052 0.0083	0.103745 0.0003	-0.031546 0.2741	1.000000 ----			
ROA	0.059303 0.0396	-0.082663 0.0041	0.042383 0.1416	-0.047297 0.1009	0.828460 0.0000	1.000000 ----		
CURRENT_RATIO	-0.068994 0.0166	0.033007 0.2524	-0.078311 0.0066	-0.056606 0.0496	0.009734 0.7358	0.054304 0.0596	1.000000 ----	
SECTOR	-0.136837 0.0000	-0.051070 0.0765	0.260878 0.0000	-0.005919 0.8374	0.053606 0.0630	0.051196 0.0758	-0.184923 0.0000	1.000000 ----
EV_LOG	-0.114935 0.0001	-0.071192 0.0135	0.928211 0.0000	0.475305 0.0000	0.214413 0.0000	0.165713 0.0000	-0.156550 0.0000	0.291478 0.0000
								1.000000 ----

La tabella 5 rivela che le variabili più strettamente correlate sono EV_LOG e ATTIV_LOG. Il coefficiente in questo caso indica la predisposizione delle variabili a modificarsi nella stessa direzione. Altrettanto forte risulta la correlazione tra ROA e ROE.

La prima variabile dipendente (RAC) e la variabile indipendente d'interesse (CSR) non sembrano invece essere fortemente correlate.

Tabella 6: Coefficienti di correlazione e livello di significatività (variabili seconda regressione, 136 report)

Correlation Probability	DELTA_PRICE	ESG_TOT	ENV	SOC	GOV	ATTIV_LOG	PROD	ROE	SECTOR	EV_LOG
DELTA_PRICE	1.000000 ----									
ESG_TOT	0.294151 0.0381	1.000000 ----								
ENV	0.267094 0.0608	0.838327 0.0000	1.000000 ----							
SOC	0.261081 0.0671	0.913831 0.0000	0.704034 0.0000	1.000000 ----						
GOV	0.192700 0.1800	0.692501 0.0000	0.272718 0.0553	0.531389 0.0001	1.000000 ----					
ATTIV_LOG	-0.270652 0.0573	-0.258769 0.0696	-0.116334 0.4211	-0.323545 0.0219	-0.207613 0.1480	1.000000 ----				
PROD	-0.269819 0.0581	-0.156333 0.2783	0.030751 0.8321	-0.210625 0.1420	-0.229057 0.1096	0.854568 0.0000	1.000000 ----			
ROE	0.353307 0.0118	0.064851 0.6546	-0.214068 0.1355	0.107938 0.4556	0.311118 0.0279	-0.045425 0.7541	-0.055385 0.7024	1.000000 ----		
SECTOR	0.192713 0.1800	0.134677 0.3511	0.354531 0.0115	0.043977 0.7617	-0.088389 0.5416	0.216702 0.1306	0.346849 0.0136	-0.100078 0.4893	1.000000 ----	
EV_LOG	-0.311706 0.0276	-0.255737 0.0730	-0.139043 0.3355	-0.305282 0.0311	-0.187274 0.1928	0.946133 0.0000	0.852348 0.0000	0.120223 0.4056	0.183222 0.2028	1.000000 ----

La tabella 6 riporta in generale livelli di correlazione più elevati. In particolare, risulta elevata la correlazione tra l'indicatore ESG_TOT e i tre indicatori considerati per effettuare le sottoanalisi per ciascuna delle tre dimensioni della sostenibilità (ENV, SOC, GOV).

Si entra ora nel fulcro della ricerca; di seguito i due modelli di regressione effettuati.

Il primo modello in esame indaga sull'esistenza di una relazione tra attenzione posta alla *Corporate Social Responsibility* da parte degli analisti finanziari (X_1) e raccomandazione d'investimento (Y_1). Oltre all'indicatore CSR vengono utilizzate altre variabili ritenute rilevanti per spiegare la relazione in esame: dimensione dell'impresa (ATTIV_LOG; PROD), ROE, ROA, CURRENT RATIO, SECTOR, EV_LOG.

In questo caso il metodo utilizzato per la stima dell'equazione è di tipo *Ordered* in quanto la variabile dipendente è un indice ordinato da 1 (*sell*) a 5 (*buy*). Sebbene sia ugualmente possibile applicare il metodo OLS, da un punto di vista matematico risulterebbe non appropriato. Nella sua formulazione infatti, il modello lineare semplice implica che i valori

della variabile dipendente possano andare da $-\infty$ a $+\infty$. Tale previsione risulta non adeguata alla variabile dipendente che, come detto, può esclusivamente assumere valori compresi tra 1 e 5.

Il modello sarà quindi il seguente:

$$I_RAC=C(1)*CSR+C(2)*ATTIV_LOG+C(3)*PROD+C(4)*ROE+C(5)*ROA+C(6)*CURRENT_RATIO + C(7)*EV_LOG + C(8)*SECTOR$$

All'equazione soprascritta segue l'*estimation output* di *EViews*.

Tabella 7: Primo modello, prima regressione (variabile dipendente RAC)

Dependent Variable: RAC				
Number of ordered indicator values: 5				
Method: ML - Ordered Probit (Newton-Raphson / Marquardt steps)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
CSR	0.336875	0.142323	2.366973	0.0179
ATTIV_LOG	0.023518	0.058281	0.403531	0.6866
PROD	2.06E-08	6.02E-09	3.417018	0.0006
ROE	0.003678	0.002536	1.450204	0.1470
ROA	0.006808	0.006813	0.999232	0.3177
CURRENT_RATIO	-0.064618	0.016098	-4.013948	0.0001
EV_LOG	-0.151890	0.059690	-2.544667	0.0109
SECTOR	-0.352831	0.093452	-3.775539	0.0002

La variabile d'interesse (CSR) ha un *p-value* pari a 0.0179 ciò implica che la variabile è significativa. Il coefficiente di tale variabile è pari a 0.336875 ciò sta ad indicare che all'aumentare di un punto percentuale della variabile CSR il valore della variabile dipendente cresce del 33%. Ciò sembra confermare l'ipotesi H2; l'informativa CSR contenuta nel report emesso da un'analista finanziario conta. Maggiore è l'attenzione degli analisti finanziari ai temi di *Corporate Social Responsibility* maggiore è la probabilità che la raccomandazione d'investimento sarà positiva (*buy*).

Si può osservare che il segno dei coefficienti delle variabili ATTIV_LOG, PROD, ROE e ROA è in linea con quanto riscontrato dalle precedenti ricerche in materia (relazione positiva, vedi tabella 2). Ad ogni modo, le variabili significative che hanno un impatto sulla raccomandazione d'investimento sono PROD, CURRENT_RATIO, SECTOR, EV_LOG in quanto presentano un *p-value* molto basso. Al contrario ATTIV_LOG, ROE, ROA presentano un *p-value* elevato e dunque sembrano essere non significative.

È stata effettuata un'altra regressione per verificare l'impatto che le variabili appena considerate hanno sugli *expected EPS* misurato come variazione percentuale tra gli *Estimated* e gli *Actual*. In questo caso, la variabile dipendente è continua e può assumere valori da $-\infty$ a $+\infty$, perciò per effettuare la regressione, viene utilizzato il modello lineare semplice OLS. Riportiamo di seguito la formula della regressione eseguita:

$$\text{DELTA_EPS} = C(1) * \text{CSR} + C(2) * \text{ATTIV_LOG} + C(3) * \text{PROD} + C(4) * \text{ROE} + C(5) * \text{ROA} + C(6) * \text{CURRENT_RATIO} + C(7) * \text{SECTOR} + C(8) * \text{EV_LOG} + C(9)$$

Tabella 8: Primo modello, seconda regressione (variabile dipendente DELTA_EPS)

Dependent Variable: DELTA_EPS				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CSR	-31.56059	27.91433	-1.130623	0.2584
ATTIV_LOG	-16.84692	10.00929	-1.683128	0.0926
PROD	-4.99E-07	1.05E-06	-0.474618	0.6351
ROE	0.424163	0.504664	0.840486	0.4008
ROA	-1.343520	1.399015	-0.960333	0.3371
CURRENT_RATIO	-4.405174	3.369839	-1.307236	0.1914
SECTOR	26.57385	16.94028	1.568678	0.1170
EV_LOG	18.42086	9.403732	1.958889	0.0504
C	-1.186693	60.06401	-0.019757	0.9842
R-squared	0.011433	Mean dependent var	23.55025	
Adjusted R-squared	0.004977	S.D. dependent var	222.3742	
S.E. of regression	221.8201	Akaike info criterion	13.64888	
Sum squared resid	60275066	Schwarz criterion	13.68620	
Log likelihood	-8412.357	Hannan-Quinn criter.	13.66292	
F-statistic	1.770982	Durbin-Watson stat	1.401857	
Prob(F-statistic)	0.078666			

In questo caso la variabile indipendente d'interesse (CSR) ha coefficiente negativo, il suo *p-value* risulta però essere alto e perciò il coefficiente è non significativo. In questo caso non è possibile accettare o negare l'ipotesi di partenza H2.

All'interno del secondo modello vengono considerati solamente i 136 report nei quali sono state trovate informazioni riguardanti la sostenibilità in generale.

Queste informazioni riportate dagli analisti possono essere positive o negative; l'analista può infatti sostenere che una società si sta comportando in modo sostenibile tutelando ambiente e società che la circonda oppure può ritenere che la società si sta comportando nel modo opposto ovvero non prestando sufficientemente attenzione alle tematiche ambientali, sociali e di governance.

Come già descritto, attraverso un'accurata lettura dei report si è cercato di assegnare un

punteggio numerico alle società in base alle considerazioni fatte dagli analisti. Nello specifico: è stato assegnato in media un punteggio pari a 2 a quelle società che gli analisti ritengono essere attente alla sostenibilità e un punteggio pari a 0 a quelle società considerate non propense a adottare comportamenti sostenibili. Lo scopo del seguente modello è quello di verificare più nello specifico rispetto a quanto fatto nel primo modello, quanto l'attenzione alla sostenibilità da parte di una società può influire sul *target price*.

Per verificare se conta maggiormente l'informativa positiva o negativa data dall'analista, sono state eseguite quattro regressioni lineari. È stata sviluppata una prima regressione all'interno della quale la variabile d'interesse (ESG_TOT) comprende tutte e tre le dimensioni della sostenibilità e quindi si considera il punteggio in media assegnato a 9 variabili (3 per ciascuna dimensione). Per le successive tre regressioni il punteggio assegnato alla variabile d'interesse è il punteggio in media assegnato a solamente 3 variabili (in base alla dimensione della sostenibilità considerata)².

Nel dettaglio di ciascuna regressione viene prima analizzata l'influenza specifica della variabile indipendente separatamente dalle variabili di controllo.

Tabella 9: Influenza specifica ESG_TOT su DELTA_PRICE

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ESG_TOT	0.117619	0.091444	1.286243	0.2006
C	0.095770	0.146932	0.651801	0.5157
R-squared	0.012378	Mean dependent var		0.279107
Adjusted R-squared	0.004896	S.D. dependent var		0.413898
S.E. of regression	0.412884	Akaike info criterion		1.083511
Sum squared resid	22.50241	Schwarz criterion		1.126762
Log likelihood	-70.59521	Hannan-Quinn criter.		1.101087
F-statistic	1.654420	Durbin-Watson stat		1.204120
Prob(F-statistic)	0.200610			

La singola variabile ESG_TOT sembra avere un impatto positivo sulla variazione del *target price*, il coefficiente però risulta essere non significativo.

In questo caso risulta opportuno soffermarsi sul valore di *Prob(F-statistic)*. Le statistiche "*F-Statistic*" e "*Prob(F-statistic)*" testano la significatività complessiva del modello di

² Per maggiore chiarezza vedi paragrafo 3.5.2 Le variabili utilizzate, nello specifico: Variabili indipendenti d'interesse – 2. Tipologia di informazioni.

regressione. Nello specificano, testano l'ipotesi nulla che tutti i coefficienti di regressione siano uguali a zero. Dalla tabella 9 si può osservare che il valore $Prob(F\text{-statistic})$ ottenuto per questa prima regressione è pari a 0.200610. Essendo dunque maggiore del livello di significatività, non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla che tutti i coefficienti della regressione siano uguali a zero. Viene di seguito analizzata la regressione considerando anche le variabili di controllo.

Di seguito la formula di riferimento:

$$DELTA_PRICE = C(1) * ESG_TOT + C(2) * ATTIV_LOG + C(3) * PROD + C(4) * ROE + C(5) * SECTOR + C(6) * EV_LOG + C(7)$$

Tabella 10: Secondo modello, prima regressione (variabile indipendente ESG_TOT)

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ESG_TOT	-0.004909	0.101869	-0.048189	0.9617
ATTIV_LOG	0.088127	0.063370	1.390675	0.1677
PROD	3.79E-10	5.69E-09	0.066716	0.9470
ROE	0.004947	0.001570	3.150577	0.0022
SECTOR	-0.087609	0.099811	-0.877747	0.3824
EV_LOG	-0.123208	0.064281	-1.916701	0.0584
C	0.740166	0.352613	2.099089	0.0386
R-squared	0.126483	Mean dependent var		0.267702
Adjusted R-squared	0.068889	S.D. dependent var		0.396554
S.E. of regression	0.382652	Akaike info criterion		0.985365
Sum squared resid	13.32442	Schwarz criterion		1.170006
Log likelihood	-41.28290	Hannan-Quinn criter.		1.060049
F-statistic	2.196103	Durbin-Watson stat		0.808487
Prob(F-statistic)	0.050373			

In questo caso la variabile ESG_TOT sembra influire negativamente sul valore del differenziale percentuale tra *target price* stimato dagli analisti e prezzo corrente riportato dal mercato nello stesso periodo temporale. Questo risultato è coerente con l'idea che sta alla base della teoria dell'agenzia: gli analisti considerano gli investimenti in CSR come una semplice manifestazione dei costi d'agenzia.

Ad ogni modo, anche in questo caso, il coefficiente risulta essere non significativo, perciò non si è in grado di accettare oppure negare l'ipotesi di partenza (H3).

Dimensione ambientale:

Tabella 11: Influenza specifica ENV su DELTA_PRICE

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ENV	0.178586	0.078951	2.261984	0.0254
C	-0.008744	0.133488	-0.065507	0.9479
R-squared	0.038728	Mean dependent var		0.281793
Adjusted R-squared	0.031159	S.D. dependent var		0.419456
S.E. of regression	0.412869	Akaike info criterion		1.084010
Sum squared resid	21.64854	Schwarz criterion		1.128349
Log likelihood	-67.91867	Hannan-Quinn criter.		1.102026
F-statistic	5.116571	Durbin-Watson stat		1.134778
Prob(F-statistic)	0.025398			

La regressione presentata nella tabella 11 studia l'impatto della singola variabile esplicativa ENV sul DELTA_PRICE. Il coefficiente della variabile risulta positivo. Data la significatività della variabile al 5% l'ipotesi H3 di partenza sembra essere confermata. Gli analisti incrementano il valore del *target price* quando la società analizzata integra all'interno della propria strategia aziendale *policy* che tutelano l'ambiente che la circonda. Occorre però anche in questo caso analizzare la regressione con all'interno le variabili di controllo. Di seguito l'equazione del modello:

$$\text{DELTA_PRICE} = C(1) * \text{ENV} + C(2) * \text{ATTIV_LOG} + C(3) * \text{ROE} + C(4) * \text{SECTOR} + C(5) * \text{EV_LOG} + C(6)$$

Tabella 12: Secondo modello, seconda regressione (variabile indipendente ENV)

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ENV	0.142052	0.092612	1.533830	0.1287
ATTIV_LOG	0.124683	0.062739	1.987319	0.0500
ROE	0.005822	0.001594	3.652691	0.0004
SECTOR	-0.113431	0.101792	-1.114349	0.2682
EV_LOG	-0.160534	0.064795	-2.477563	0.0151
C	0.529245	0.317576	1.666517	0.0992
R-squared	0.171044	Mean dependent var		0.268591
Adjusted R-squared	0.123944	S.D. dependent var		0.402152
S.E. of regression	0.376405	Akaike info criterion		0.945401
Sum squared resid	12.46793	Schwarz criterion		1.107739
Log likelihood	-38.43386	Hannan-Quinn criter.		1.010974
F-statistic	3.631529	Durbin-Watson stat		0.831984
Prob(F-statistic)	0.004930			

Anche integrando all'interno del modello le variabili di controllo è possibile osservare che il coefficiente della variabile d'interesse rimane positivo. Purtroppo però, il valore del *p-value* è pari a 0.1287 quindi leggermente superiore rispetto al più grande intervallo di significatività, ossia al 10%. Non è perciò possibile commentare l'ipotesi di partenza H3.

Dimensione sociale:

Tabella 13: Influenza specifica SOC su DELTA_PRICE

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SOC	0.209840	0.088807	2.362871	0.0204
C	0.031956	0.138491	0.230743	0.8181
R-squared	0.060304	Mean dependent var		0.345223
Adjusted R-squared	0.049503	S.D. dependent var		0.387381
S.E. of regression	0.377671	Akaike info criterion		0.912630
Sum squared resid	12.40929	Schwarz criterion		0.968554
Log likelihood	-38.61203	Hannan-Quinn criter.		0.935171
F-statistic	5.583161	Durbin-Watson stat		1.720887
Prob(F-statistic)	0.020363			

I risultati sono molto simili con quanto riscontrato dalla regressione che considerava la sola dimensione ambientale. Anche in questo caso sembra che gli analisti siano propensi ad aumentare il valore del *target price* quando ritengono che la società stia adottando *policy* sostenibili dal punto di vista sociale. Il coefficiente infatti è positivo e grazie ad un valore del *p-value* inferiore al 5% esso può essere considerato significativo. Occorre anche in questo caso però effettuare la regressione inserendo all'interno anche le variabili di controllo.

Di seguito l'equazione utilizzata:

$$\text{DELTA_PRICE} = C(1) * \text{SOC} + C(2) * \text{ATTIV_LOG} + C(3) * \text{ROE} + C(4) * \text{SECTOR} + C(5) * \text{EV_LOG} + C(6)$$

Tabella 14: Secondo modello, terza regressione (variabile indipendente SOC)

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SOC	0.101227	0.109627	0.923376	0.3598
ATTIV_LOG	0.169076	0.104641	1.615772	0.1119
ROE	0.004637	0.001605	2.888222	0.0055
SECTOR	0.054369	0.098177	0.553788	0.5820
EV_LOG	-0.225033	0.100745	-2.233679	0.0296
C	0.757409	0.443676	1.707122	0.0934
R-squared	0.242764	Mean dependent var		0.327970
Adjusted R-squared	0.173924	S.D. dependent var		0.363961
S.E. of regression	0.330800	Akaike info criterion		0.718573
Sum squared resid	6.018564	Schwarz criterion		0.926200
Log likelihood	-15.91648	Hannan-Quinn criter.		0.799944
F-statistic	3.526512	Durbin-Watson stat		1.562884
Prob(F-statistic)	0.007763			

La tabella 14 mostra che anche dopo aver inserito le variabili di controllo all'interno del modello il coefficiente della variabile d'interesse (SOC) rimane positivo. Purtroppo, l'aumento del valore del *p-value* lo rende non significativo dunque non è possibile accettare o negare l'ipotesi H3.

Dimensione governance:

Tabella 15: Influenza specifica GOV su DELTA_PRICE

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GOV	0.190516	0.101915	1.869356	0.0647
C	0.081521	0.128818	0.632836	0.5284
R-squared	0.036214	Mean dependent var		0.310541
Adjusted R-squared	0.025851	S.D. dependent var		0.393102
S.E. of regression	0.387987	Akaike info criterion		0.965140
Sum squared resid	13.99968	Schwarz criterion		1.018906
Log likelihood	-43.84414	Hannan-Quinn criter.		0.986865
F-statistic	3.494494	Durbin-Watson stat		1.675305
Prob(F-statistic)	0.064720			

I risultati sono in linea con quanto trovato precedentemente in riferimento alla dimensione ambientale e sociale. Il coefficiente della variabile d'interesse (GOV) è positivo e statisticamente significativo. Anche in questo caso gli analisti sono propensi ad aumentare il differenziale del *target price* quando ritengono che una società sia

sostenibile dal punto di vista della *governance* interna.

Di seguito l'equazione del modello complessivo:

$$\text{DELTA_PRICE} = C(1) * \text{GOV} + C(2) * \text{ATTIV_LOG} + C(3) * \text{ROE} + C(4) * \text{SECTOR} + C(5) * \text{EV_LOG} + C(6)$$

Tabella 16: Secondo modello, quarta regressione (variabile indipendente GOV)

Dependent Variable: DELTA_PRICE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GOV	-0.011345	0.096820	-0.117175	0.9071
ATTIV_LOG	0.218134	0.081900	2.663406	0.0101
ROE	0.006220	0.001396	4.457398	0.0000
SECTOR	0.226368	0.091912	2.462894	0.0169
EV_LOG	-0.294891	0.085137	-3.463736	0.0010
C	1.020077	0.286455	3.561036	0.0008
R-squared	0.399719	Mean dependent var		0.318163
Adjusted R-squared	0.345148	S.D. dependent var		0.347086
S.E. of regression	0.280872	Akaike info criterion		0.391345
Sum squared resid	4.338900	Schwarz criterion		0.598972
Log likelihood	-5.936037	Hannan-Quinn criter.		0.472716
F-statistic	7.324745	Durbin-Watson stat		1.563810
Prob(F-statistic)	0.000025			

A differenza di quanto riscontrato nei modelli precedenti in questo caso l'inserimento delle variabili di controllo fa cambiare direzione al coefficiente della variabile indipendente d'interesse GOV. Il coefficiente della variabile d'interesse è pari a -0.011345 ciò indica che all'aumentare della variabile indipendente la variabile dipendente diminuisce e viceversa. Essendo però il *p-value* estremamente elevato non è possibile giudicare nello specifico questa relazione, non è possibile quindi commentare l'ipotesi di ricerca H3.

3.6 Considerazioni conclusive

L'obiettivo della presente ricerca è stato quello di esaminare se gli analisti finanziari all'interno dei loro report riportano informazioni sulla *Corporate Social Responsibility* e di conseguenza verificare l'impatto che tali informazioni hanno sulla raccomandazione d'investimento.

Effettuando un'analisi di contenuto di 1904 report pubblicati nel sito della Borsa Italiana tra il 2015 e il 2020, si è riscontrato che sono solo 136 i report all'interno dei quali è possibile trovare informazioni sui comportamenti sostenibili della società in esame. Sebbene le società integrino all'interno delle proprie strategie atti volti a salvaguardare

ambiente e società che le circonda, questi sembrano non influenzare la valutazione degli analisti finanziari. L'intensità e le modalità con le quali vengono riportate le informazioni sulla sostenibilità all'interno di questi 136 report sono differenti. In certi casi le informazioni date dagli analisti sono prettamente qualitative e dunque non è possibile affermare con certezza che questi fattori abbiano un'influenza nella raccomandazione d'investimento. In altri casi invece, gli analisti assegnano un indicatore numerico e questo sembra influire nella valutazione finale dell'azienda.

È stata poi svolta un'analisi econometrica per cogliere più nello specifico la relazione esistente tra *Corporate Social Responsibility* e raccomandazione d'investimento. Dopo un'analisi accurata della letteratura esistente sull'argomento, sono state sviluppate delle ipotesi di partenza.

Considerando che negli ultimi anni la CSR sembra avere un effetto di valorizzazione per l'azienda, si ipotizza che per i report all'interno dei quali è possibile trovare informazioni sulla CSR, la probabilità di osservare una raccomandazione d'investimento positiva sia maggiore.

Da una prima regressione sembra possibile confermare l'ipotesi di partenza (H2): all'aumentare di un punto percentuale della variabile CSR che ricordiamo essere una variabile *dummy*, il valore della variabile dipendente RAC cresce. Lo stesso risultato non lo si riscontra quando la variabile dipendente è calcolata come differenziale tra *target price* e prezzo corrente, in questo caso l'elevato valore del *p-value* della variabile indipendente CSR rende il coefficiente non significativo.

Successivamente si è voluto entrare più nello specifico. Se per le prime due regressioni la variabile dipendente d'interesse in modo generale indicava la presenza o meno di informazioni CSR all'interno dei report, per le regressioni successive si è voluto indagare sulla tipologia di queste informazioni. È stato così costruito, sulla base di precedenti studi, un indice che potesse quantificare la positività o meno di queste informazioni. L'indagine è stata effettuata per capire nello specifico di ciascuna dimensione (ambientale, sociale e di governance) come viene valutata dall'analista una maggiore propensione ad adottare politiche sostenibili.

Viene innanzitutto studiata l'influenza specifica che ciascuna dimensione ha sul $\Delta Price$. I coefficienti delle variabili d'interesse risultano essere positivi (tabella 9, tabella 11, tabella 13). Sembra che gli analisti attribuiscono un valore positivo a queste pratiche

percependole come attività che non vanno a penalizzare la performance finanziaria dell'azienda, ma al contrario possono andare a generare valore finanziario.

Integrando però all'interno del modello le variabili di controllo, i coefficienti delle variabili risultano essere non significativi e dunque non è possibile commentare con chiarezza l'ipotesi di partenza H3.

Bisogna considerare che questa analisi presenta delle limitazioni, che derivano da diversi fronti, e queste possono essere il motivo degli scarsi risultati ottenuti.

Primo fra tutti vi è la numerosità limitata del campione, soprattutto quando si è andati a verificare l'impatto più specifico di ciascuna dimensione sul differenziale del *target price*. L'analisi effettuata su un campione composto da solo 136 report potrebbe infatti non essere in grado di cogliere pienamente la relazione tra le variabili analizzate.

Oltre a questo bisogna considerare che molte delle variabili principali della ricerca quali ad esempio RAC, CSR, ESG_TOT, ENV, SOC, GOV sono variabili di tipo qualitativo. Sebbene assegnare un valore numerico a queste variabili sia utile ai fini della ricerca, esso resta pur sempre una semplice stima e ciò potrebbe avere degli effetti di distorsione sui risultati finali. Infine, un'ulteriore limitazione deriva dai dati raccolti delle variabili di controllo. Mentre i report degli analisti finanziari possono essere emessi qualsiasi giorno dell'anno, i bilanci dai quali sono stati ricavati i dati principali sono emessi in linea generale in data 31/12. Dunque in certi casi raccomandazione d'investimento e rispettivi dati finanziari potrebbero non essere perfettamente allineati nel tempo. Sebbene queste limitazioni, l'analisi può ancora indicare risultati interessanti per la società e il mondo finanziario.

Conclusioni

L'obiettivo della presente ricerca è stato quello di contribuire, seppur in minima misura, allo studio di una possibile relazione tra *Corporate Social Responsibility* e raccomandazione d'investimento. Alla luce dell'importante ruolo che gli analisti finanziari assumono all'interno dei mercati dei capitali, risulta interessante indagare sull'attenzione che essi pongono alle tematiche di sostenibilità.

Dai risultati dell'analisi condotta, l'attenzione posta dagli analisti alle questioni sostenibili delle società analizzate appare minima. Preso un campione di 1904 report, solo 136 affrontano, seppur con modalità differenti, aspetti della sostenibilità. Inoltre, le informazioni sulla sostenibilità contenute all'interno di questi 136 report sembrano comunque non condizionare la raccomandazione d'investimento finale dell'analista. Da ciò si evince che nonostante la presa di coscienza delle società ad adottare comportamenti responsabili, l'atteggiamento degli analisti nei confronti della *Corporate Social Responsibility* è neutrale. Nonostante i benefici derivanti dall'attuazione di politiche sostenibili quali ad esempio rafforzamento dell'immagine e della reputazione aziendale, migliore produttività, incremento delle vendite ecc., gli analisti sembrano non ritenere queste strategie come parte integrante del valore aziendale.

Ma perché sebbene la società nel suo insieme sia sempre più consapevole dell'esigenza di adottare pratiche sostenibili, gli esperti, quali appunto gli analisti, non ritengono che queste strategie siano rilevanti per la creazione di valore per l'azienda?

In base all'analisi effettuata fornire una valida risposta a questo interrogativo non è al momento possibile. I risultati ottenuti da questa ricerca potrebbero però essere un punto di partenza per ulteriori ricerche future.

Come notato in precedenza, sebbene i numerosi test eseguiti per trovare i modelli più adeguati per effettuare l'analisi, è probabile che alcune ipotesi presunte possano causare alcuni problemi. I risultati ad ogni modo dovrebbero essere affidabili, ma in futuro vale la pena considerare che metodi più avanzati potrebbero rendere l'analisi più rigorosa. Inoltre, si può considerare di espandere il set di dati oltre che per un arco di tempo maggiore anche per un campione più grande di aziende.

Appendice

Tabella A.1: Report che contengono sezioni apposite dedicate alla descrizione di informazioni di carattere non finanziario

Analista	Società	Data
Banca Finnat Euramerica	Askoll EVA S.p.A.	21/4/2020
	Fervi S.p.A.	28/4/2020
		15/10/2019
	Grifal S.p.A.	24/4/2020
		30/10/2019
	Lventure Group	20/5/2020
		10/10/2019
	Officina Stellare S.p.A.	27/4/2020
		15/10/2019
		24/6/2019
	Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	16/6/2020
		29/4/2020
		15/10/2019
25/7/2019		
Renergetica S.p.A.	29/4/2020	
	24/10/2019	
Sciuker Frames S.p.A.	29/10/2019	
Unidata S.p.a.	13/3/2020	
UBI Banca	Brunello Cucinelli	3/6/2020
	Centrale del Latte d'Italia	22/5/2020
	Cnh Industrial	17/6/2020
		6/5/2020
		7/4/2020
	Elettra Investimenti S.p.A.	12/5/2020
	Equita Group S.p.A.	7/5/2020
	Ferrari	4/5/2020
	Fnm	17/6/2020
	Gefran	19/5/2020
	Grifal S.p.A.	21/4/2020
	Leone Film Group S.p.A.	5/6/2020
	MailUp S.p.A.	13/7/2020
		14/5/2020
		27/3/2020
		14/2/2020
	Nexi	12/5/2020
		15/4/2020
Piaggio & C.	8/5/2020	
	8/4/2020	
	26/2/2020	

	Reply	15/5/2020
		15/4/2020
		16/3/2020
		18/7/2019
	Safilo Group	2/7/2020
		6/5/2020
		8/4/2020
		18/3/2020
	Seri Industrial	18/5/2020
	Spactiv S.p.A.	2/12/2019
Vetrya S.p.A.	3/7/2020	
Equita SIM	Antares Vision S.p.A.	27/4/2020
Banca IMI	Guala Closures	24/9/2018
Banca IMI	Guala Closures	17/7/2018
Kepler	Italgas	27/1/2020

Tabella B.1: Report che nella sezione “valuation” applicando un indice numerico sintetico considerano in modo esplicito la dimensione “Sostenibilità”

Analista	Società	Data
IR Top Consulting	Circle S.p.A.	15/11/2018
	Clabo S.p.A.	4/4/2019
	Ilpra S.p.A.	11/4/2019
	Kolinpharma S.p.A.	4/4/2018
	Matica Fintec S.p.A.	13/11/2019
	Renergetica S.p.A.	11/4/2019
		8/11/2018
Twice Research S.r.l.	Aeffe	20/6/2018
	Caleffi	14/4/2020
		16/9/2019
		1/4/2019
		22/3/2018
	Eprice	23/4/2019
	Indel B	17/5/2019
		7/5/2018
	Reply	4/6/2018
		22/1/2018

Tabella C.1: Report che contengono qualche riferimento generico in merito a tematiche ambientali e sociali

Analista	Società	Data	Informazioni
Citigroup	A2A	16/12/2015	Riduzione emissioni
Banca IMI	Abitare In S.p.A.	13/11/2018	Innovazioni per garantire più rispetto per l'ambiente
Intermonte	Aeroporto Guglielmo Marconi Di Bologna	28/9/2015	Corporate governance and remuneration
Banca IMI	Aeroporto Guglielmo Marconi Di Bologna	8/9/2015	Environmental Focus
UBI Banca	Agatos S.p.A.	19/1/2018	Energia rinnovabile e prodotti innovativi
Banca IMI	TerniEnergia (AlgoWatt)	6/10/2017	Innovazioni per la salvaguardia energetica
Intermonte	TerniEnergia (AlgoWatt)	28/12/2016	Innovazioni per la salvaguardia energetica
Intermonte	TerniEnergia (AlgoWatt)	20/5/2015	Energia rinnovabile e prodotti innovativi
Intermonte	TerniEnergia (AlgoWatt)	27/2/2015	Energia rinnovabile e prodotti innovativi
Intermonte	Aquafil	11/12/2017	Prodotti innovativi
Banca Profilo	Arterra Bioscience S.p.A.	21/5/2020	Prodotti sostenibili e "green"
Value Track	Arterra Bioscience S.p.A.	14/1/2020	Prodotti sostenibili e "green"
Intermonte	Ascopiave	24/2/2015	Vendita e distribuzione di Gas
Banca Finnat Euramerica	Askoll EVA S.p.A.	18/10/2019	Mobilità urbana sostenibile
Banca Finnat Euramerica	Askoll EVA S.p.A.	16/4/2019	Mobilità urbana sostenibile
Banca Finnat Euramerica	Askoll EVA S.p.A.	18/10/2018	Mobilità urbana sostenibile
KT&Partners	Assiteca S.p.A.	16/1/2017	Energia rinnovabile e benefici per i lavoratori
Banca Finnat Euramerica	Bio On S.p.A.	13/12/2018	Nuove tecnologie, prodotti biodegradabili
Banca Finnat Euramerica	Bio On S.p.A.	4/5/2018	Nuove tecnologie, prodotti biodegradabili
Banca Finnat Euramerica	Bio On S.p.A.	29/9/2017	Nuove tecnologie, prodotti biodegradabili
Banca Finnat Euramerica	Bio On S.p.A.	31/3/2017	Nuove tecnologie, prodotti biodegradabili
Banca Finnat Euramerica	Bio On S.p.A.	26/10/2015	Nuove tecnologie, prodotti biodegradabili
Banca IMI	Cementir Holding	3/4/2020	Maggiori attenzioni per l'ambiente
UBI Banca	Cnh Industrial	15/10/2019	Riferimento ESG
IR Top Consulting	Costamp Group S.p.A.	13/11/2019	Riduzione emissioni, prodotti innovativi
Value Track	Costamp Group S.p.A.	24/6/2019	Riduzione emissioni, prodotti innovativi
Value Track	Costamp Group S.p.A.	15/10/2018	Riduzione emissioni, prodotti innovativi
Value Track	Costamp Group S.p.A.	9/7/2018	Riduzione emissioni, prodotti innovativi
Integrae Spa	Costamp Group S.p.A.	23/3/2016	Riduzione emissioni, prodotti innovativi

Integrae Spa	Costamp Group S.p.A.	12/1/2015	Riduzione emissioni, prodotti innovativi
EnVent	DBA Group S.p.A.	16/6/2020	Sostenibilità come valore aggiunto, personale qualificato
EnVent	DBA Group S.p.A.	27/11/2019	Sostenibilità come valore aggiunto, personale qualificato
EnVent	DBA Group S.p.A.	18/4/2019	Sostenibilità come valore aggiunto, personale qualificato
EnVent	DBA Group S.p.A.	7/11/2018	Sostenibilità come valore aggiunto, personale qualificato
EnVent	DBA Group S.p.A.	1/6/2018	Sostenibilità come valore aggiunto, personale qualificato
Banca Profilo	Ediliziacrobatca	12/5/2020	Marketing, training and corporate culture
Banca Profilo	Ediliziacrobatca	23/10/2019	Marketing, training and corporate culture
Banca Profilo	Ediliziacrobatca	19/4/2019	Marketing, training and corporate culture
IR Top Consulting	Elettra Investimenti S.p.A.	19/9/2018	Energia rinnovabile
Kepler	Enel	8/2/2016	Energia rinnovabile
Value Track	Energica Motor Company S.p.A.	28/2/2017	Politiche antinquinamento, incentivi fiscali
UBI Banca	Equita Group S.p.A.	12/9/2019	Menzione parametri ESG
Kepler	Erg	20/9/2017	Energia rinnovabile
Kepler	Erg	4/7/2016	Energia rinnovabile
Kepler	Erg	18/4/2016	Energia rinnovabile
Equita SIM	Falck Renewables	29/5/2020	Menzione parametri ESG
Banca Akros	Falck Renewables	24/3/2020	Energia rinnovabile
Intermonte	Falck Renewables	13/3/2020	Energia rinnovabile
Intermonte	Falck Renewables	6/6/2018	Energia rinnovabile
UBI Banca	Ferrari	15/10/2019	Riduzione emissioni
Intermonte	Fine Foods & Pharmaceuticals NTM S.p.A.	4/10/2019	Sostenibilità
Integrae Spa	Finlogic S.p.A.	28/6/2017	"Green"
UBI Banca	Grifal S.p.A.	11/11/2019	Imballaggi innovativi e eco-sostenibili
Banca Finnat Euramerica	Grifal S.p.A.	24/10/2018	Imballaggi innovativi e eco-sostenibili
EnVent	Kolinpharma S.p.A.	30/4/2020	Menzione parametri ESG
UBI Banca	Piaggio & C.	15/10/2019	Emissioni
Corporate Family Office	PLT energia S.p.A.	13/4/2018	Rinnovabile
Corporate Family Office	PLT energia S.p.A.	4/10/2016	Rinnovabile
Banca Finnat Euramerica	Powersoft S.p.A.	29/5/2020	Environmentally Friendly
Banca Finnat Euramerica	Powersoft S.p.A.	15/10/2019	Environmentally Friendly
Banca Finnat Euramerica	Powersoft S.p.A.	10/5/2019	Environmentally Friendly
Banca Finnat Euramerica	Powersoft S.p.A.	14/12/2018	Environmentally Friendly
Corporate Family Office SIM	Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	16/6/2020	Prodotti innovativi

Integrae SIM	Renenergetica S.p.A.	30/4/2020	Menzione parametri ESG
Intermonte	Saes Getters	29/6/2020	Menzione parametri ESG

Tabella D.1: Costruzione indicatore ESG_TOT

		ENVIRONMENTAL			SOCIAL			GOVERNANCE		
		Relazione con il Territorio	Processo	Prodotto	Diritti umani	Sicurezza	Comunità	Rendicontazione volontaria	Gestione dei rischi	Pari opportunità
A2A	16/12/2015		1							
Abitare In	13/11/2018	2	2	2	2		2			1
Aeffe	20/6/2018									
Aeroporto G. M.	28/9/2015	1	2	2	2	2	1	1	1	2
Aeroporto G. M.	8/9/2015	1	2	2				1	1	2
Agatos S.p.A.	19/1/2018	2	2	2						1
TerniEnergia (AlgoWatt)	6/10/2017	2	2	2						
TerniEnergia (AlgoWatt)	28/12/2016	2	2	2	2					
TerniEnergia (AlgoWatt)	20/5/2015	2	2	2						
TerniEnergia (AlgoWatt)	27/2/2015	2	2	2						
Antares Vision S.p.A.	27/4/2020	1	2	1	2	1	2	1	1	1
Aquafil	11/12/2017	2	2	2						1
Arterra Bioscience	21/5/2020	2	2	2						
Arterra Bioscience	14/1/2020	2	2	2						
Ascopiave	24/2/2015	1	1	1						
Askoll EVA S.p.A.	21/4/2020	2	2	2	2	2	2	2	0	0
Askoll EVA S.p.A.	18/10/2019	2	1	2						
Askoll EVA S.p.A.	16/4/2019	2	1	2						
Askoll EVA S.p.A.	18/10/2018	2	1	2						
Assiteca S.p.A.	16/1/2017	1	2	2	2	1	2			1
Bio On S.p.A.	13/12/2018	2	2	2						
Bio On S.p.A.	4/5/2018	2	2	2						
Bio On S.p.A.	29/9/2017	2	2	2						
Bio On S.p.A.	31/3/2017	2	2	2						
Bio On S.p.A.	26/10/2015	2	2	2						
Brunello Cucinelli	3/6/2020	1	1	1	1	1	1	2	1	2

Caleffi	14/4/2020									
Caleffi	16/9/2019									
Caleffi	1/4/2019									
Caleffi	22/3/2018									
Cementir Holding	3/4/2020	2	2	1				1	1	1
Centrale del Latte d'Italia	22/5/2020	1	0	0	1	1	1	1	1	0
Circle S.p.A.	15/11/2018									
Clabo S.p.A.	4/4/2019									
Cnh Industrial	17/6/2020	1	2	1	1	1	1	2	1	0
Cnh Industrial	6/5/2020	1	2	1	1	1	1	2	1	0
Cnh Industrial	7/4/2020	1	2	1	1	1	1	2	1	0
Cnh Industrial	15/10/2019							2		
Costamp G.	13/11/2019	2	2	2						
Costamp G.	24/6/2019	2	2	2						
Costamp G.	15/10/2018	2	2	2						
Costamp G.	9/7/2018	2	2	2						
Costamp G.	23/3/2016	2	2	2						
Costamp G.	12/1/2015	2	2	2			2			
DBA Group	16/6/2020	2	2	2	2	2	2			
DBA Group	27/11/2019	2	2	2	2	2	2			
DBA Group	18/4/2019	2	2	2	2	2	2			
DBA Group	7/11/2018	2	2	2	2	2	2			
DBA Group	1/6/2018	2	2	2	2	2	2			
Ediliziacrobatca	12/5/2020						2			
Ediliziacrobatca	23/10/2019						2			
Ediliziacrobatca	19/4/2019						2			
Elettra Investimenti	12/5/2020	1	2	1	1	1	1	1	1	1
Elettra Investimenti	19/9/2018			2				1	1	1
Enel	8/2/2016	2	2	2				1	1	1
Energica Motor Company	28/2/2017	2	1	2						1
Eprice	23/4/2019									
Equita Group	7/5/2020	1	0	1	2	1	1	2	1	1
Equita Group	12/9/2019		2				2	2		
Erg	20/9/2017	2	2	2						
Erg	4/7/2016	2	2	2						
Erg	18/4/2016	2	2	2						

Falck Renewables	29/5/2020			2		2	2			
Falck Renewables	24/3/2020	2		2						
Falck Renewables	13/3/2020	2	2	2						
Falck Renewables	6/6/2018	2	2	2						
Ferrari	4/5/2020	1	0	1	1	2	1	2	1	0
Ferrari	15/10/2019			2				2	1	0
Fervi S.p.A.	28/4/2020	1	2	2	2	2	2	1	1	2
Fervi S.p.A.	15/10/2019	1	2	2	2	2	2	1	1	2
Fine Foods & Pharma. NTM	4/10/2019	1	2	2	2	1	2	2	2	2
Finlogic S.p.A.	28/6/2017	1	2	2						1
Fnm	17/6/2020	1	2	2	1	2	1	2	2	0
Gefran	19/5/2020	1	1	1	1	1	1	2	2	2
Grifal S.p.A.	24/4/2020	2	2	2	2	1	2	1	1	1
Grifal S.p.A.	30/10/2019	2	2	2	2	1	2	1	1	2
Grifal S.p.A.	21/4/2020	1	2	2	1	2	1	0	1	1
Grifal S.p.A.	11/11/2019	2	2	2				0	1	1
Grifal S.p.A.	24/10/2018	2	2	2				0	1	1
Guala Clos.	24/9/2018	2	2	2	2	2	2	2	1	1
Guala Clos.	17/7/2018	2	2	2	2	2	2	2	1	1
Ilpra S.p.A.	11/4/2019									
Indel B	17/5/2019									
Indel B	7/5/2018									
Italgas	27/1/2020	1	2	2	2	2	2	2	1	2
Kolinpharma	4/4/2018									
Kolinpharma	30/4/2020							2		
Leone Film Group S.p.A.	5/6/2020	1	0	0	1	1	1	1	1	1
Lventure Group	20/5/2020	1	2	1	2	2	2	2	2	2
Lventure Group	10/10/2019	1	2	1	2	2	2	2	2	2
MailUp S.p.A.	13/7/2020	1	1	1	1	1	1	2	1	0
MailUp S.p.A.	14/5/2020	1	1	1	1	1	1	2	1	0
MailUp S.p.A.	27/3/2020	1	1	1	1	1	1	2	1	0
MailUp S.p.A.	14/2/2020	1	1	1	1	1	1	2	1	0
Matica Fintec	13/11/2019									
Nexi	12/5/2020	1	1	1	1	2	1	2	1	0
Nexi	15/4/2020	1	1	1	1	2	1	2	1	0
Off. Stellare	27/4/2020	1	2	1	2	1	2	1	1	2
Off. Stellare	15/10/2019	1	2	1	1	1	2	1	1	2
Off. Stellare	24/6/2019	1	2	1	1	1	2	1	1	2
Piaggio & C.	8/5/2020	1	2	1	1	2	1	2	1	0
Piaggio & C.	8/4/2020	1	2	1	1	2	1	2	1	0

Piaggio & C.	26/2/2020	1	2	1	1	2	1	2	1	0
Piaggio & C.	15/10/2019			2				2		
PLT energia	13/4/2018	2	2	2			2			1
PLT energia	4/10/2016	2	2	2			2			1
Powersoft	29/5/2020			2						1
Powersoft	15/10/2019			2						1
Powersoft	10/5/2019			2						1
Powersoft	14/12/2018			2						1
Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	16/6/2020	1	2	2	1	1	1	1	1	1
Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	29/4/2020	2	2	2	2	2	2	1	1	2
Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	15/10/2019	2	2	2	2	2	2	1	1	2
Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	25/7/2019	2	2	2	2	2	2	2	1	2
Radici Pietro Industries & Brands S.p.A.	16/6/2020		2	2		0				
Renergetica	29/4/2020	2	2	2	2	2	2	2	1	2
Renergetica	24/10/2019	2	2	2	2	2	2	2	1	2
Renergetica	30/4/2020	1	2	2						1
Renergetica	11/4/2019									
Renergetica	8/11/2018									
Reply	15/5/2020	1	2	1	1	2	1	2	1	0
Reply	15/4/2020	1	2	1	1	2	1	2	1	0
Reply	16/3/2020	1	2	1	1	2	1	2	1	0
Reply	18/7/2019	2	2	1	1	1	1	2	1	1
Reply	4/6/2018									
Reply	22/1/2018									
Saes Getters	29/6/2020		2	2						
Safilo Group	2/7/2020	2	2	2	1	2	1	2	1	0
Safilo Group	6/5/2020	2	2	2	1	2	1	2	1	0
Safilo Group	8/4/2020	2	2	2	1	2	1	2	1	0
Safilo Group	18/3/2020	2	2	2	1	2	1	2	1	0
S. Frames	29/10/2019	2	2	2	2	2	2	1	2	1
Seri Ind.	18/5/2020	2	2	2	2	2	2	2	1	1
Spactiv S.p.A.	2/12/2019	0	0	0	1	2	1	2	1	2
Unidata S.p.a.	13/3/2020	2	2	1	2	1	2	2	2	1
Vetrya S.p.A.	3/7/2020	1	2	1	1	1	1	2	1	0

Bibliografia

Aguinis H., Glavas A., *What we know and don't know about corporate social responsibility a review and research agenda*, Journal of Management, 38(4), 932-968, 2012.

Ameer R., Othman R., *Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations*, Journal of Business Ethics, 108, 61-79, 2012.

Barnea A., Rubin A., *Corporate Social Responsibility as a conflict between shareholders*, Working Paper, University of Texas, 2006.

Battaglia A., *Rating ESG: cos'è e come si calcola*, www.wallstreetitalia.com, 13 gennaio 2020.

Beneish, M. D., *Stockprices and the dissemination of analysts' recommendations*, Journal of Business, 64(3), 393-416, 1991.

Bertinetti G., Cavezzali E., Rigoni U., *I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento* in Comana M., Brogi M. a cura di, Banca, Sistemi e Modelli. Saggi in onore di Tancredi Bianchi, Vol. 3, Roma, Bancaria editrice, 2009.

Bowen H.R., *Social Responsibility of the Businessman*, Harper e Row, New York, 1953.

Brammer S., Pavelin, S., *Corporate reputation and social performance: the importance of fit*, Journal of Management Studies, 43(3), 435-455, 2006.

Byrnes, N., Laderman, J., *Wall Street's spin game*, Business Week (October 5), 1998.

Carroll A. B., *A Three-Dimensional Conceptual Model Of Corporate Social Perform*, Academy of Management Review, 4, 1979.

Carroll A.B., *A History Of Corporate Social Reponsibility: Concepts and Practices*, 2008.

Cavezzali E., Cervellati E. M., Pattitoni P., Rigoni U., *Report degli analisti e impatto delle variazioni delle raccomandazioni e dei target price: evidenze sul mercato italiano*, Rivista Bancaria, Minerva Bancaria, 2, 2011.

CED, Committee for Economic Development, 1971.

Cheng Y., Liu M. H., Qian J., *Buy-side analysts, sell-side analysts, and fund performance: Theory and evidence*, 2004.

Commissione delle Comunità Europee, Libro Verde, *Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001.

Commissione delle Comunità Europee, 2011, p. 7

Consiglio europeo di Goteborg, Conclusioni della presidenza, 15-16 giugno 2001

- Corvi E., *Comunicazione d'impresa e investor relation*, EGEA, Impresa e Valore, 2000.
- Cowen S. S., Ferreri L. B., Parker D. B., *The Impact of Corporate Characteristics on Social Responsibility Disclosure: A Typology and Frequency-Based Analysis*, *Accounting Organizations and Society*, 12(2), 111-122, 1987.
- Demattè C., Intervento al Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale", Università L. Bocconi, Milano, 20 giugno 1988.
- Dhaliwal D. S., Radhakrishnan S., Tsang A., Yang, Y. G., *Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure*, *The Accounting Review*, 87(3), 723-775, 2012.
- Dierkes M., Preston L., *Corporate Social Accounting Reporting for the Physical Environment: A Critical Review and Implementation Proposal*, *Accounting, Organization and Society*, 2(1), 3-22, 1977.
- Donato F., Izzo M. F., *The relation between corporate social responsibility and stock prices: an analysis of the Italian listed companies*, Working paper, 2009.
- Eccles R. G., Krzus M.P., *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*, John Wiley and Sons, New York, 2010.
- Elkington J., *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone Publishing Ltd., 1997.
- Fieseler C., *On the corporate social responsibility perceptions of equity analysts*. *Business Ethics-a European Review* 20(2), 131-147, 2011.
- Freeman R. E., *Strategic Management: A stakeholder approach*, Boston, Pitman, 1984.
- Friedman M., *The social responsibility of business is to increase its profits*, *The New York Times Magazine*, 1970.
- Groysberg B., Healy P., Chapman C., *Buy-Side vs. Sell-Side Analysts' Earnings Forecasts*, *Financial Analysts Journal*, 64(4), 25-39, 2008.
- Hafsa S., Näslund F., *The Value-Relevance of CSR in Stock Recommendations, A Study of the Nordic Markets*, Umeå School of Business and Economics, 2016.
- Hayward, M. L. A., Boeker, W., *Power and conflicts of interest in professional firms: evidence from investment banking*, *Administrative Science Quarterly*, 43(1), 1-22, 1998.
- Ioannou I., Serafeim G., *The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics*. *Strategic Management Journal*, 36, 1053-1081, 2015.
- Jones T.M., *Corporate social responsibility revisited redefined*, *California Management Review*, Spring, 1980.

Keith D., *Can business afford to ignore social responsibilities?*, California Management Review, 2(3), 70-76, 1960.

King A. A., Lenox M. J., *Does It Really Pay To Be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance*, Journal of Industrial Ecology, 5(1), 2001.

Liberti J. M., Petersen M.A., *Information: Hard and Soft*, Northwestern University, Review of Corporate Finance Studies, 8(1), 2019.

Luo X., Wang H., Raithel S., Zheng Q., *Corporate Social Performance, Analyst Stock Recommendations, And Firm Future Returns*, Strategic Management Journal, 36(1), 123-136, 2015. Research Collection Lee Kong Chian School of Business.

McWilliams A., Siegel D., *Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective*, Academy of Management Review, 26(1), 117-127, 2001.

Paternosto S., Quarchioni S., *Il percorso verso il Report Integrato*, Aracne Editrice, 2013
Institute of Directors in Southern Africa (IDSA), *Governance for South Africa*, King Report, 2009.

Pava L., Krausz J., *The association between corporate social responsibility and financial performance: The paradox of social cost*, Journal of Business Ethics, 15, 321-357, 1996.

Peng J., Li Y., Xiong, D., *An empirical research on the impact of carbon information disclosure on investment recommendation*, Management & Engineering, 16(1), 101-110, 2014.

Preston L., O'Bannon D., *The corporate social-financial performance relationship, A Typology and Analysis*, Business and Society, 36(4), 419-429, 1997.

Radley Y., *The value of extrafinancial disclosure What investors and analysts said*. Radley Yeldar, Accounting for Sustainability and Global Reporting Initiative, 2012.

Rimmer M., Macneil J., Chenhall R., Smith K., & Watts, L., *Reinventing competitiveness: Achieving best practices in Australia*, South Melbourne, Pitman, 1996.

Riva A., *Valutazione aziendale e strategia: Criteri di valutazione e decisioni aziendali*, Roma: Aracne editrice, 2008.

Sethi S. P., *Dimensions of corporate social performance: An analytical framework*, California Management Review, 17(3), 58-64, 1975.

Siegel D., *Skill-biased technological change: Evidence from a firm-level survey*, Kalamazoo, Upjohn Institute Press, 1999.

Sofres T.N., CSR Europe, Deloitte, Euronext., *Investing In Responsible Business*, 2003.

Spicer B. H., *Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study*, *The Accounting Review*, 53 (1), 94-111, 1978.

Spicer, B. H., *Market risk, accounting data and companies' pollution control records*, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 5 (1), 67-83, 1978.

Supino S., Sica D., *Nuovi paradigmi di rendicontazione d'impresa: il report integrato*, *Esperienze d'impresa*, 2, 81-91, 2011.

Ullmann A., *Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U. S. Firms*, *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557, 1985.

Waddock, S., Graves, S., *The corporate social performance-financial performance link*, *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319, 1997.

Wagner M., *The role of corporate sustainability performance for economic performance: a firm-level analysis of moderation effects*, *Ecological Economics*, 69(7), 1553-1560, 2010.

World Commission on Environment and Development (WCED), *Our common future*, Oxford University Press: New York, 1987.

Zarri F., *Corporate Social Responsibility: un concetto in evoluzione*, *Impronta Etica*, 2009.