



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Comunicare la sostenibilità:
le Sustainability Conference Call.
Un'analisi empirica del loro contenuto**

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Elisa Cavezzali

Laureanda

Martina Tiozzo Celi
Matricola 856940

Anno Accademico

2019 / 2020

Indice

Introduzione	1
Capitolo I°	6
COMUNICAZIONE SOSTENIBILE	6
1.1 Introduzione	6
1.2 La comunicazione sostenibile a vantaggio della finanza	8
1.3 Financial disclosure: mandatory disclosure vs voluntary disclosure	10
1.3.1 <i>La comunicazione obbligatoria</i>	11
1.3.2 <i>La comunicazione volontaria</i>	13
1.4 Il ruolo delle conference call	13
1.4.1 <i>Gli effetti di un'eccessiva overconfidence manageriale</i>	17
1.5 Conference call sostenibili e pubbliche	18
1.5.1 <i>Open conference call versus closed conference call</i>	20
1.6 Conclusione	23
Capitolo 2°	26
L'INNOVAZIONE NELLA COMUNICAZIONE FINANZIARIA: dalla CSR alla CSI	26
2.1 Introduzione	26
2.2 Comprendere la Corporate Social Responsibility	28
2.2.1 <i>Strumenti della CSR</i>	35
2.2.2 <i>Strumenti della CSR: linee guida della comunicazione sostenibile</i>	36
2.3 La CSR si evolve: nasce la CSI - Corporate Social Innovation	41
2.4 Sustainability Call – <i>ESG Briefing Call</i>	45
Capitolo 3°	50
ANALISI EMPIRICA	50
3.1 Introduzione	50
3.2 Metodologia della ricerca	52
3.2.1 <i>Struttura del dataset</i>	52
3.2.2 <i>Definizione del campione e dell'oggetto del campione</i>	56
3.2.3 <i>Elaborazione dello schema di codifica dei transcript</i>	73
3.3 Prima analisi: <i>evoluzione della comunicazione</i>	76
3.4 Seconda analisi: <i>comportamento degli analisti</i>	86
3.4.1 <i>Metodologia della ricerca: dataset e costruzione delle variabili</i>	86

3.4.2	<i>Modello di regressione</i>	88
3.4.3	<i>Analisi descrittiva</i>	89
3.4.4	<i>Analisi inferenziale</i>	104
3.5	Commento ai risultati ottenuti	114
Conclusione		117
Appendice		121
	Termini impiegati nell'analisi empirica	121
Bibliografia		129

Introduzione

Alla domanda sul perché fosse necessario creare una relazione tra sostenibilità e finanza, Mark Hawkins¹ ha affermato che *“A healthy society and environment must underpin our economies. The future of business, and our planet, depends on our ability to rethink and evolve our business models. Simply put, investing in sustainability makes good business sense”*² giustificando che la trasformazione della finanza è condizione essenziale per un futuro sostenibile. L’azienda che vuole reggere al cambiamento socioculturale deve affrontare l’emergente problema della sostenibilità. L’aggressivo avanzare dei cambiamenti climatici ha comportato l’esigenza di rivoluzionare il tradizionale concetto di sviluppo alla base del pensiero economico neoclassico, per evolversi verso uno sviluppo globalmente sostenibile. Vi è la necessità di riconoscere un legame tra il benessere della società e il benessere delle aziende, inteso come successo economico, e di andare oltre al gap accettando l’idea che sia possibile creare valore aziendale attraverso la realizzazione di un beneficio sociale e ambientale.

Analizzando la letteratura si desume un’allocazione di risorse aziendali su forme di investimento alternative dov’è preponderante la componente sostenibile. Il mantenimento nel lungo termine di buone prestazioni aziendali non dipende più esclusivamente dalla gestione del contesto economico e del ciclo produttivo bensì da un approccio integrato con fattori sociali e ambientali.

Nasce, allora, una più estesa definizione di strategia dove l’azienda pone attenzione anche su questioni ambientali e sociali, oltre a quelle finanziarie. Si sviluppa il concetto che un ambiente sano, inteso come ambiente sostenibile, sia la chiave di svolta

¹ Presidente e CFO, nonché membro fondatore dell’iniziativa *Accounting for Sustainability, A4S.*

² accountingforsustainability.org.

per un'economia in grado di sostenere la crescita economica. È grazie all'evoluzione di tali concetti e al passaggio ad una *strategia sostenibile* che si amplia il concetto di *responsabilità aziendale* ad una *responsabilità sociale*. Questa è l'anello di congiunzione tra gli obblighi economici dell'azienda e le iniziative sociali. Nel proseguire la lettura dell'elaborato, al lettore sarà illustrata la necessità di possedere un efficace modello comunicativo. Le operazioni intraprese dalle aziende devono poter essere giudicate ed eventualmente criticate dalla società che nutre un crescente interesse nelle questioni riguardanti l'ecosistema e lo sviluppo umano. A tal proposito, è necessario si arricchisca il paniere informativo fornito dall'azienda: aumenta la necessità di possedere notizie anche di carattere extra-finanziario. All'azienda viene, dunque, chiesto di comunicare con il pubblico e fornire con precisione le decisioni assunte in materia di sostenibilità, affinché la comunità possa apprezzare l'impegno adoperato nel nuovo campo *ESG – Environmental, Social, Governance*. Da una parte il mercato è fortemente trascinato dalle tematiche sostenibili e si spinge verso una *finanza al servizio della società*, dall'altra l'azienda, dovendo resistere ad un ambiente economico in evoluzione, deve sfruttare la risorsa strategica comunicativa ed essere flessibile dinnanzi ai disordini. Tuttavia, non dev'essere accantonata la finalità imprenditoriale dell'azienda che deve proseguire nella creazione di valore per la sua remunerazione, per gli azionisti e per assicurare alla società un'organizzazione produttrice e distributrice di reddito. La complessa struttura comunicativa non deve essere intesa come occasione per attuare il cosiddetto "*greenwashing*", sfruttare il prodotto "*green*" esibendo i risultati economici a discapito di altre realtà aziendali, bensì come una finestra nella quale si dà modo al mercato finanziario di apprezzare le operazioni effettuate migliorando il giudizio sull'azienda. Le citate finestre comunicative possono assumere diverse forme, sezioni di governance dei siti web aziendali, canali di rendicontazione come il report annuale, il rapporto integrato e il rapporto sulla sostenibilità. Tuttavia, dai recenti studi condotti emerge una forte preferenza da parte degli operatori economici per fonti più appropriate nel assicurare sull'esattezza e completezza dell'informazione

raccolta. È opportuno evidenziare che nel tentativo di apparire più reattiva ai cambiamenti della società, l'azienda è agevolata dalle innovazioni. Come si avrà modo di apprendere, l'innovazione, la cui comparsa a fianco al concetto di *responsabilità sostenibile* è recente, appare la principale fautrice dello *sviluppo sostenibile*. L'*innovazione sostenibile* è quello strumento indispensabile per sostenere lo *sviluppo sostenibile*, l'estensione della tradizionale responsabilità sociale, l'elemento chiave per sostenere una crescita economica attenta agli impatti ambientali e sociali.

Questo elaborato si prefigge il compito di analizzare il concetto di *sviluppo sostenibile* con riguardo agli strumenti messi in campo dalle aziende per adempiere alle aspettative della società. Questa richiede una più stringente attenzione verso la generazione futura e la salvaguardia dell'ambiente, pur non limitando l'attività economica aziendale.

Si inizierà fornendo al lettore una finestra panoramica che lo guidi in un contesto economico dinamico facendogli comprendere perché sia importante far collaborare due aspetti all'apparenza alquanto distanti, l'economia e la sostenibilità. Dopo aver delineato il processo evolutivo della comunicazione, necessario per rispondere alle nuove esigenze sostenibili, e preso atto dell'inadeguatezza della norma davanti ad un crescente fabbisogno informativo, si mostrerà come si sia sviluppata una comunicazione volontaria. Rappresentando un supporto per la comunicazione sostenibile, nel primo capitolo si analizzerà il ruolo delle *conference call* che permettono all'azienda di sfruttarne appieno il potenziale competitivo consentendole di entrare in stretto contatto con il pubblico. Facendo leva sulle doti comunicative dei manager, è possibile con enfaticamente i successi raggiunti e rassicurare su eventuali difficoltà. Dall'altra parte, può spingere gli stessi manager a celare dati sensibili, criticità che verrà evidenziata nel corso dell'elaborato. Seguirà poi un secondo capitolo nel quale verrà affrontato il tema della *Corporate Social Responsibility* fino all'evoluta *Corporate Social Innovation*. L'innovazione consente la generazione di valore finanziario ma anche l'assolvimento di obblighi

e doveri per la generazione futura, conservando e preservando l'ambiente e l'ecosistema. L'innovazione è però solo la mente di questo articolato meccanismo: il braccio si concretizza in strumenti come le *Sustainability conference call*. Essendo queste il veicolo adatto per evidenziare l'impegno alla comunità, ci si aspetta che le aziende siano preparate nello sfruttarle. Nell'ultimo capitolo si esaminerà la strategia divulgativa implementata dalle principali aziende italiane quotate in borsa sensibili alla tematica socio-ambientale, focalizzandosi sulle trascrizioni delle teleconferenze. In particolare, verrà verificata l'effettiva divulgazione di informazioni extra-finanziarie e si deriva quantitativamente l'apporto informativo, conclusione desunta da un'analisi empirica mediante una ricerca di termini legati alla sostenibilità. Poiché il processo evolutivo è stato causato dalla necessità di adeguarsi alla società, è probabile che le aziende abbiano fatto loro questo meccanismo volto a valorizzare le operazioni *ESG* intraprese. Tuttavia, essendo lo strumento divulgativo del tipo *voluntary disclosure* e svincolato dai limiti normativi, la conclusione dell'analisi potrebbe portare a negare quanto precedentemente detto. Resterebbe in ogni caso scontata la necessità di adeguarsi alle esigenze sostenibili, non tanto per perdurare nel mercato finanziario, ma quanto meno per assolvere ad una filosofia sociale filantropica che garantisca il benessere anche alle generazioni future.

Capitolo I°

COMUNICAZIONE SOSTENIBILE

1.1 Introduzione

Il ventesimo secolo è stato caratterizzato da cambiamenti ambientali, alcuni causati dall'accumularsi dell'attività umana e altri di natura non intenzionale, che hanno evidenziato la necessità di concentrarsi sullo *sviluppo sostenibile*. Fino a pochi anni fa i Paesi sviluppati, interessati alla prospettiva economica, non prestavano attenzione ai fattori ambientali e sociali, considerandoli non significativi nella progettazione e pianificazione delle strategie di sviluppo. Tematiche accantonate ai Paesi sottosviluppati, i problemi ambientali, la povertà e la disuguaglianza sociale sono assiduamente analizzati dagli studiosi con prove empiriche per verificarne gli effetti nelle performance aziendali. In molti, infatti, ritengono che questi cambiamenti vadano a minare la prosecuzione dell'attuale attività economica. Dinanzi a tale problema, gli accademici si sono divisi in due filoni di pensiero ed una scuola ha creato molto più clamore dell'altra. Per questa, era necessario abbandonare il tentativo di migliorare la condizione umana attraverso la crescita economica, risposta non apprezzata dai leader politici dei Paesi interessati. Si è, allora, affiancata un'idea racchiusa nel termine "*sviluppo sostenibile*", o "*sostenibilità*", la cui paternità è attribuita alla *Bruntland Commission, WCED – World Commission on Environment and Development*. Lo *sviluppo sostenibile* è quello "sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromette la capacità

delle generazioni future di soddisfare i loro propri bisogni”³, una definizione che cela le tre dimensioni della sostenibilità. In quest’ottica, non si dovrebbero esaurire le risorse di capitali e consumare le risorse ambientali e andrebbero attuate adatte scelte politiche. Vanno messi in equilibrio i tre pilastri su cui si può far poggiare l’investimento finanziario, quello economico, quello sociale e quello ambientale.

Tutto ciò deve essere supportato da un’economia stabile, avere una finanza stabile è un requisito essenziale se si vuole giungere ad uno *sviluppo sostenibile*. La crescita economica deve essere legata allo sviluppo con attenzione al rispetto dell’ambiente, che in una realtà aziendale significa far leva sulla responsabilità del management. Questa esprime il volontario impegno ad integrare nelle preoccupazioni sociali anche quelle di natura ambientale inserendole nel piano strategico. La *CSR – Corporate Social Responsibility* è allora lo strumento mediante il quale si possono realizzare gli obiettivi di sostenibilità.

Ogni singola azienda deve mettere in moto delle azioni volte a perseguire lo scopo di interesse globale. Il pensiero comune si spinge nel vedere una soluzione in un’efficace strategia comunicativa. È necessario comunicare la sostenibilità e per farlo nel modo opportuno è necessario rispettare delle precise linee guida, sintetizzabili come segue:

- La comunicazione deve essere trasparente e le informazioni devono essere accessibili a tutti.
- Le informazioni devono poter essere verificate ed essere idonee ad una comparazione dagli operatori del mercato dei capitali.

L’adozione di un efficace modello comunicativo è presupposto imprescindibile per giungere all’ambito *sviluppo sostenibile*, ed essendo questo il punto di partenza per la sfida globale, si partirà da tale condizione. Nel primo capitolo, dunque, verranno

³ *Our Common Future: “The Brundtland Report”*, World Commission on Environment and Development (WCED), Oxford University Press, 1987.

delineate le caratteristiche principali della comunicazione sostenibile e si procederà analizzando la relazione che la lega alla sostenibilità. Se *“La comunicazione finanziaria è la parte di comunicazione economica destinata all’ambiente finanziario di riferimento per l’approvvigionamento di capitali”* (Bertinetti, 1996) la si può immaginare come un collante con il quale si aumenta il valore aziendale senza venir meno alle richieste della società.

L’argomento verrà presentato evidenziando i benefici che le aziende traggono dal rapporto di collaborazione tra finanza e sostenibilità e i vantaggi derivanti dalla divulgazione sostenibile. All’interno di questa, l’informazione assume la natura di risorsa intangibile indispensabile per tenere il passo ad un contesto socioculturale in evoluzione. La società richiede notizie accurate per possedere un’immagine più veritiera possibile, fenomeno al quale corrisponde un’evoluzione nel reporting aziendale. Successivamente, si analizzeranno le *conference call*, il cui utilizzo è in aumento per via della loro utilità.

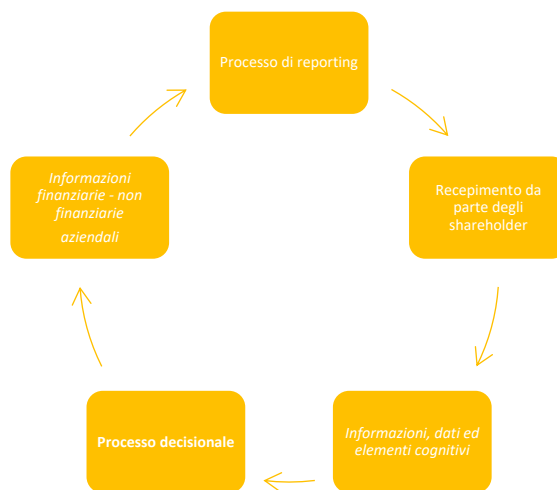
1.2 La comunicazione sostenibile a vantaggio della finanza

Nel tempo il processo di comunicazione si è adattato all’evoluzione della finanza giungendo a definire la comunicazione sostenibile, dalla quale diversi sono i benefici conseguibili dalle aziende. In un primo momento si potrebbe pensare che impegnarsi nell’attuare strategie a supporto della questione sostenibile sia esclusivamente sinonimo di ingenti investimenti e dunque costi, ma è un’idea incompleta. Definire agli stakeholder quanto fatto e quanto si vuol raggiungere permette di migliorare il processo decisionale di quest’ultimi, che inoltre apprezzeranno il coinvolgimento nel contesto aziendale e rafforzando il dialogo con gli operatori, si riduce il rischio percepito (Guidara, 2011).

L’informativa finanziaria dev’essere vissuta come un circuito aperto: si da una quantità di informazioni e se ne riceve altrettanta, riuscendo a tarare gli obiettivi con le aspettative. È, quindi, necessario un timeline efficace che faccia comprendere

“just in time” all’azienda se quanto strategicamente programmato rispetterà le previsioni attese degli investitori. Si fa conoscere agli operatori economici la strategia, che viene immediatamente corretta sul base del loro comportamento, dimostrandosi flessibile e reattiva ai mutamenti della società, dell’ambiente ed eventualmente delle tecnologie. L’azienda che riesce a fare ciò è un’azienda sostenibile, interessata alla generazione del profitto e soprattutto alle sue modalità di realizzazione.

Figura 1. Processo di pianificazione strategica con implementazione del sistema di reporting funzionale al processo di decision-making.



Fonte: rielaborazione personale.

Da una parte mediante un’efficace comunicazione finanziaria si rafforza il legame con gli investitori, dall’altra la si sfrutta per ottenere nuove opportunità. Divulgare il proprio valore permette all’azienda di farsi conoscere e apprezzare da potenziali nuovi investitori. Si superano i modelli tradizionali per indirizzarsi ad una *strategia* sostenibile alla base della quale vi è l’idea che l’azienda debba considerare le questioni sociali e ambientali non come costi ma come opportunità. Realizzerà un beneficio a favore della collettività dimostrando il proprio interesse e attraendo la società, ottenendo un vantaggio competitivo. È, dunque, evidente per quale motivo sia importante avere una buona comunicazione con i propri stakeholder, e di questi

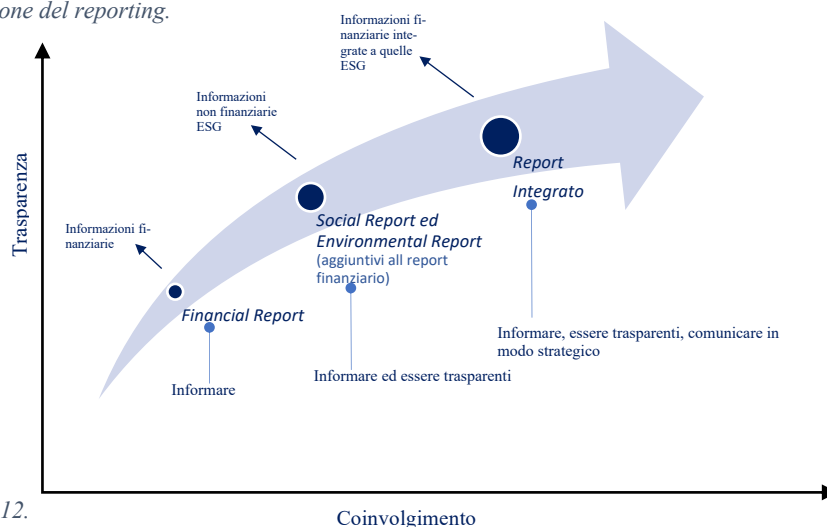
se ne deve enfatizzare il senso di fiducia e di trasparenza: l'azienda deve comunicare informazioni veritiere ma, ancora più importante, non ne deve celare alcuna.

1.3 Financial disclosure: mandatory disclosure vs voluntary disclosure

L'azienda deve mantenere il rapporto con gli investitori senza guastarlo con una volontaria omissione di informazioni, fatto che alle volte accade per via della norma. Spesso, infatti, le regolamentazioni in tema di divulgazione informativa si limitano a renderne obbligatorie solo alcune. Per ovviare a tale problema, si fa spazio la *voluntary disclosure*, la *comunicazione volontaria*. È possibile evidenziare nella *financial disclosure* una duplice natura, quella obbligatoria e quella volontaria. Se la prima è irrigidita da restrizioni normative internazionali e requisiti tecnici, la libertà di comunicazione promossa dalla seconda soddisfa la richiesta di maggior precisione e trasparenza. Tuttavia, è strettamente necessario che le due metodologie divulgative siano in equilibrio, non essendo singolarmente sufficienti.

Al fine di comprendere ciò si consideri l'evoluzione del sistema di reporting.

Figura 2. Evoluzione del reporting.



Fonte. Luison, 2012.

Per molto, la comunicazione finanziaria teneva in considerazione, in via quasi del tutto esclusiva, gli aspetti puramente finanziari senza menzionare aspetti sostenibili ritenuti irrilevanti. Considerando solo la creazione di valore economico, gli investitori possedevano un'immagine aziendale incompleta, causando una limitata capacità deliberativa. Estremizzando, era probabile che questi possedessero una gran mole di informazioni di natura finanziaria, ma non notizie riguardanti questioni socio-ambientali: chiaro esempio dove l'obbligo di divulgare molte informazioni non si traduceva in una maggior trasparenza.

Lo sviluppo dei mercati finanziati ha spinto ad una maggior richiesta di divulgazione, che conduce a molteplici vantaggi. Innanzitutto, si riducono le asimmetrie informative poiché diminuiscono le informazioni private (Diamond e Verrecchia, 1991) e, di conseguenza, avendo più informazioni si attirano più investitori che riescono a fare migliori previsioni (Graham, Harvey e Rajgopal, 2005). Inoltre, considerando l'attuale concetto "*no news: bad news*", avvertendo gli operatori dell'esistenza di situazioni negative, non si danneggia la credibilità e l'immagine dell'azienda (Beretta, 2006) (Frankel, McNicholos e Wilson, 1995). Le norme, quindi, non soddisfano più il contesto sviluppato in cui cercano di farsi spazio le notizie non-finanziarie, che invece lo trovano nelle *voluntary disclosure*, in particolar modo all'interno del *CSR report*, affiancando quelle meramente finanziarie.

1.3.1 La comunicazione obbligatoria

La *mandatory disclosure* nasce dalla necessità di tutelare gli investitori e garantire il corretto funzionamento del mercato dei capitali. Il processo di reporting consente alle imprese di difendere l'efficienza del loro sistema organizzativo e permette la diffusione di informazioni⁴. Sistema necessario per rispondere alle imposizioni della normativa vigente, per persuadere il pubblico di investitori indirizzandoli ad una decisione e per consentire all'azienda di cogliere i cambiamenti dell'ambiente

⁴ fiscomania.com.

esterno combinandoli con l'originario piano strategico. Negli anni si sono manifestate diverse modalità di comunicazione e una delle prime, fino a pochi anni fa largamente usata, è il *Financial Report*. Il documento è regolato dalle leggi dei Paesi di tutto il mondo in un'ottica di unificazione legislativa per garantire il funzionamento dei meccanismi economici. Questo è emesso annualmente e riporta le performance finanziarie raggiunte in una determinata finestra temporale, motivate da una breve analisi che fornisce una valutazione degli eventuali rischi connessi; a conclusione vi è una previsione riguardante l'esercizio successivo. Pur essendo un buon biglietto da visita, la fotografia che se ne ricava non è del tutto esaustiva e potrebbe essere viziata da lacune, ovvero essere tratta da un'ottica troppo ottimistica. A ciò si va ad aggiungere un'ulteriore difficoltà per le aziende: ricondurre a principi finanziari risorse di natura ambientale e dare una valutazione monetaria agli impatti ambientali e sociali derivanti dalla strategia aziendale.

Si potrebbe erroneamente pensare che una soluzione sia estendere, con forza di legge, il range informativo facendovi rientrare un'ampia quantità di informazioni. Se in parte ciò è vero, in parte comporta degli svantaggi. Innanzitutto, va ricordato che per le aziende la produzione di informazioni è un ingente costo che non è sempre compensato da un beneficio (Verrecchia, 1990). Un secondo ma molto importante svantaggio è legato al prezzo delle azioni delle aziende e alla loro volatilità: i prezzi dei titoli risentono della diffusione di informazioni al pubblico e una smisurata divulgazione potrebbe comportare eccessivi, e fin troppo pericolosi, movimenti nel mercato dei capitali, la cui stabilità è motivo di elevato interesse (Botosan, 1997). Inoltre, l'informazione potrebbe non essere stata immediatamente incorporata nel prezzo e di conseguenza una maggiore divulgazione non sarebbe sinonimo, in questo caso, di maggiore efficienza di mercato.

Alla *mandatory disclosure* si affianca la *voluntary disclosure* e qui trovano ampio spazio le informazioni extra-finanziarie che permettono la riduzione del gap esistente tra operatori del mercato ed azienda, favorendo la trasparenza (Boesso e Kumar, 2007).

1.3.2 *La comunicazione volontaria*

Con la *voluntary disclosure* si completano le lacune procurate dalle norme e si dà modo all'azienda di personalizzare la strategia di comunicazione, permettendole di sfruttare appieno tale fattore strategico nella lotta concorrenziale di mercato.

Proseguendo nel quadro evolutivo del sistema di reporting, si sviluppano parallelamente alla relazione finanziaria il *Social Report* e l'*Environmental Report*, dei documenti volontariamente rilasciati dalle aziende con cadenza non precisa, che rispettivamente evidenziano gli impatti ambientali in termini di rischi, costi e obiettivi, quest'ultimi da perseguire mediante specifiche strategie e politiche aziendali.

Tuttavia, nell'ultimo ventennio il trend generale si è spinto verso la ricerca di elaborare un unico documento per presentare l'azienda agli operatori sotto un'ottica globale ed unitaria: ciò è fattibile grazie all'*Integrated Report*. Mediante tale documento le aziende possono combinare omogeneamente informazioni riguardanti performance finanziarie e non finanziarie, promuovendo una strategia aziendale sostenibile, flessibile e duratura, in grado di reggere ad eventuali imprevisti del mercato. I mezzi e le fonti attraverso i quali le aziende trasmettono informazioni sono molteplici e vengono scelti sulla base del destinatario della comunicazione, ma tra questi spicca il sempre più crescente ruolo delle *conference call*, la cui pratica si sta consolidando rapidamente. Nell'ampio elenco di strumenti si distinguono per esserne le protagoniste.

1.4 **Il ruolo delle conference call**

Strumento di punta della *voluntary disclosure*, le *conference call* sono delle telecomunicazioni volontarie con le quali i manager aggiungono informazioni alla tradizionale comunicazione obbligatoria, adeguandosi alle necessità degli investitori e rendendo più comprensibili i risultati (Tasker, 1997). Spesso la

divulgazione aggiuntiva riguarda i guadagni: per tale ragione sono anche conosciute come *earning conference call*. L'ampliamento della *disclosure* prevede una comunicazione di informazioni oggettive o quantitative, come eventuali indici di performance, oppure informazioni soggettive come osservazioni del manager circa nuove opportunità dal mercato. Ancora, l'informazione potrebbe assumere la natura di notizia riguardante l'adozione di un piano strategico da attuare nel prossimo futuro. Altrimenti, il manager potrebbe esporre le proprie aspettative.

R. Frankel, M. Johnson e D. J. Skinner sostengono la tesi secondo cui investitori e analisti preferiscono partecipare alle *conference call*, ottenendo informazioni non divulgate dai canali tradizionali. Anche i manager sono più favorevoli a questi mezzi, preferendo divulgare notizie su richiesta durante la *Question & Answer session*. Tuttavia, questo comportamento ricade sugli investitori che, con una reazione a catena, porta a degli effetti analizzabili sotto una duplice visione:

- positivi per coloro che partecipano alle *call*;
- negativi per coloro che non vi sono stati invitati, sfociando nella *divulgazione informativa selettiva*.

La prima prova empirica degli effetti delle *conference call* sul pubblico di investitori è dovuta al SEC – *Securities and Exchange Commission*, che nel 1998 ha condotto uno studio per esaminare gli effetti delle telecomunicazioni sulle previsioni degli utili degli investitori. Durante un discorso, preoccupato il presidente del SEC A. Levitt sostenne che gli invitati alle *conference* si trovavano in una posizione di forte vantaggio rispetto ai non presenti, dal momento che venivano divulgate molte notizie. Tale maggior divulgazione potrebbe essere legata al rilascio volontario da parte del management oppure essere delle informazioni dedotte dai partecipanti. Le *conference call* possono, quindi, contribuire a rafforzare o eventualmente creare un importante divario tra gli investitori partecipanti e il resto della società esclusa. Si parla di *divulgazione selettiva* in quanto le nuove informazioni espresse in fase di dialogo sono disponibili solo per alcuni operatori del mercato. La prova empirica

per verificare l'effettiva maggior divulgazione venne ricercata mediante una *sensitivity analyses*. Si effettuò un'analisi sugli errori di previsione e sulla dispersione della previsione: se effettivamente con l'uso delle teleconferenze aumentava la divulgazione, allora gli errori di previsione dovevano essere bassi e analogo per la dispersione della previsione. Concordemente con quanto ci si aspettava, i risultati furono chiari: il periodico ricorso alle *conference call* permetteva agli investitori di migliorare la loro capacità previsionale. I risultati suggerivano un comportamento comunicativo selettivo da parte del management a favore dei partecipanti (Sunder, 2002).

Appurato che la divulgazione selettiva è un fenomeno ampiamente presente nelle *conference call* che minaccia la condizione di parità tra gli operatori, la SEC nel 2000, con l'elaborazione di un regolamento ad hoc, ha posto un divieto. Si è, infatti, rivolta alle società quotate privandole con la *Regulation Fair Disclosure* della facoltà di scegliere se tenere conference call aperte o chiuse, riservate ad una determinata nicchia. Riconosciuta l'importanza del fenomeno, tale direttiva è stata seguita da quella europea del 2003, la *Market Abuse*, orientata a disciplinare i comportamenti scorretti all'interno del mercato per garantire tutela e integrità, obiettivi da perseguire mediante il rispetto di requisiti di correttezza e di chiarezza.

Si è passati, dunque, da una divulgazione selettiva ad una aperta con la quale i manager rendono nota all'intero mercato la situazione aziendale: sono le cosiddette *open conference call*. Resta in ogni caso ferma la possibilità per il management di decidere che solamente alcuni investitori possano intervenire nella *Q&A session*, scelta comprensibile poiché potrebbero essere rivolte domande inopportune e fuorvianti. A tal proposito, si precisa che non è ancora stato dimostrato se l'*open conference call* è lo strumento migliore, un argomento ancora oggi molto discusso al quale non è ancora stata data una risposta precisa e conclusiva.

Nonostante ciò, i benefici di una *open conference call* sono notevoli. Una divulgazione non selettiva comporta un fatturato medio più elevato (Bushee et al, 2002) (Skinner, 2003). Inoltre, durante l'incontro vi è un aumento nella dimensione media

degli scambi causato dallo sfruttamento delle informazioni in tempo reale dagli investitori, impiegate per negoziare nel mercato dei capitali (Frankel et al, 1999). Mettendo, quindi, in luce un aumento nella volatilità dei prezzi legata all'aumento delle operazioni, le prove empiriche concludono che aprire l'accesso è vantaggioso sia per gli spettatori, che ottengono una maggiore quantità informativa arricchendo la loro previsione, sia per l'azienda, in quanto aumenta il consenso del mercato. Tuttavia, va posta particolare attenzione all'aumento della volatilità dei prezzi. È per questo motivo che i gestori aziendali desiderano tenere chiuse le teleconferenze, evitando un'eccessiva risposta da parte degli investitori che possa alterare e rendere instabile il mercato, soprattutto quando questo viene attuato da investitori non sofisticati. È, infatti, pericoloso lasciare che l'azienda sia soggetta ad una importante volatilità, in quanto con grande probabilità gli investitori formeranno opinioni diverse peggiorando l'impressione dei restanti operatori, che avvertendo una maggior rischiosità saranno dissuasi dal negoziare in titoli. Si prevede, allora, che i gestori dell'azienda preferiranno limitare l'accesso a degli operatori per divulgare informazioni complesse, per garantirsi una corretta lettura di queste (Barron et al, 2001). Occorre precisare che l'accesso a tutti gli investitori alle informazioni aziendali in tempo reale è stato reso possibile anche grazie alle innovazioni tecnologiche. A tal proposito, nello studio appena esposto è stato scoperto che nelle aziende appartenenti a settori high-tech la volatilità delle entrate è maggiore, come conseguenza della loro maggior abilità nel tenere *open conference call*. Al continuo svilupparsi di nuove tecnologie, i gestori delle aziende devono, in fase di elaborazione del piano strategico, prendere in considerazione i costi e i benefici derivanti dalle *open conference call*, sapendo che non sempre i secondi coprono i primi, e devono tenere presenti le eventuali criticità. Per tali ragioni, spesso si prediligono brevi conferenze per limitare i rischi della scomoda *Q&A session*, nella quale la necessità di mantenersi riservati tutelando la realtà aziendale si scontra con i bisogni informativi degli investitori. Inoltre, spesso l'azienda limita e controlla chi può porgere domande mediante la pratica dello screening.

1.4.1 *Gli effetti di un'eccessiva overconfidence manageriale*

Si è più volte ribadito che il punto di forza delle *conference call* sta nel mettere in comunicazione diretta il mercato, formato dal pubblico di investitori, con la realtà aziendale raccontata in un clima rilassato e meno rigido per via dell'assenza di norme strutturali prefissate. Come si diceva nei capoversi precedenti, le teleconferenze rappresentano dei mezzi idonei a creare disparità tra gli investitori e abili ad influenzare differenziatamente le previsioni e gli errori di previsione degli stakeholder. A tal proposito, si avanza un'ipotesi che trova risposta nelle prove empiriche. Se è vero che i partecipanti sono avvantaggiati da una maggior mole informativa, ciò gli può ritorcersi contro se la comunicazione viene affidata ad un manager dalla visione fin troppo ottimistica. Dunque, un frequente ricorso alle teleconferenze potrebbe essere legato ad una visione estremamente fiduciosa del manager, un atteggiamento che potrebbe riflettersi negli investitori. Una loro opinione ottimista porterebbe al rialzo dei prezzi delle azioni dell'azienda. Recenti studi si sono interrogati sull'esistenza di una relazione tra una eccessiva fiducia manageriale e l'assiduo uso delle *conference call* e i risultati raggiunti nel 2020, sul modello di Kolasinski and Li (2013), da S. L. Chang, L. J. Hwang e Chun-An Li, forniscono una palese prova a sostegno dell'ipotesi. Le prime ricerche avevano dimostrato che manager troppo fiduciosi sovrastimavano le performance aziendali, sopravvalutando i rendimenti futuri attesi e creando un'eccessiva aspettativa futura. A distanza di un decennio, i risultati sono stati confermati: più è elevato il livello di fiducia del manager e più è elevata la probabilità che le conferenze siano convocate più frequentemente. Dinnanzi a tale fenomeno, la letteratura si è divisa tra coloro che ritenevano questo bias cognitivo un costo a carico dell'azienda e chi lo considerava portatore di benefici. Essendo ovvi i costi per una convocazione abituale, si considerino i benefici. Permettere agli investitori di essere frequentemente aggiornati è un fattore strategico essenziale per l'azienda che sfrutta l'attività informativa per apprendere le reazioni del mercato. Dunque, una ricorrente convocazione consente agli operatori di seguire più accuratamente l'azienda ed

essere pronti ad intervenire. È da ciò che l'azienda trae i benefici, tra i quali un feedback rapido dai suoi investitori che le permette, se necessario, di modificare il piano strategico in breve tempo per adattarlo alla reazione del mercato. L'overload informativo è anche un modo per ridurre un altro problema ben noto, quello dell'*asimmetria informativa*. Tuttavia, si tratta di un dibattito ancora aperto tra gli accademici.

1.5 Conference call sostenibili e pubbliche

Poter comunicare contemporaneamente con più investitori è un fattore strategico vitale per l'azienda, che associa ad un risparmio in termini di tempo una tempestiva ricezione di informazioni-risposte dagli investitori, permettendole di modificare rapidamente le strategie, dimostrandosi un'azienda attiva e reattiva. A vantaggi aziendali si affiancano inoltre benefici per il mercato. Come si è detto, indire *conference call* periodiche e frequenti fa sì che si riduca il fenomeno dell'*asimmetria informativa* che, conducendo a fenomeni sleali, condanna la condizione di parità, nota come *level playing field*. A questo evento si è posto un freno mediante l'elaborazione di direttive per il mantenimento di un mercato stabile ed efficace. Attraverso i regolamenti sono stati imposti criteri di trasparenza più vincolanti in tema di divulgazione informativa, inducendo le aziende ad aumentare la quantità di informazioni e a migliorarne la qualità, rispettando politiche di sostenibilità. Benché queste norme dettino delle linee guida da seguire per ambire alla qualifica di impresa responsabilmente sostenibile, devono essere fatte proprie dall'azienda, tarate sul proprio core business, in modo che le questioni etiche-sociali-ambientali vengano armonicamente integrate nella mission aziendale. La creazione di valore deve diventare un unicum con gli obiettivi di sostenibilità, considerando gli eventuali impatti derivanti sull'ambiente e sulla società, in modo che la strategia implementata rispetti i valori etici e sociali. La *disclosure sostenibile* richiede una pianificazione strategica sostenibile estremamente accurata e precisa,

eseguibile solo se l'azienda possiede una buona capacità di elaborare informazioni attinenti non solo alle tematiche ambientali, ma anche a quelle riguardanti operazioni che riguardano la governance, i dipendenti e la società, citandone alcune. Dunque, durante le *conference call aperte* devono essere trattate tutte le operazioni caratterizzanti l'azienda, essendo la sostenibilità un argomento dalle molteplici sfaccettature. I regolamenti puntano allora a valorizzare la *trait-d'union* tra investitori e azienda evidenziando la condizione di trasparenza, per mantenerla ad alti livelli tanto nel breve quanto nel lungo periodo. La trasparenza può influenzare il pubblico, che si mostrerà più interessato alle performance aziendali e sarà più reattivo, sentendosi parte di un tutt'uno. Nonostante si tratti di una *voluntary disclosure*, l'*open conference call sostenibile* è altamente praticata, poiché permette all'azienda, fatta tanto di prodotti materiali quanto di valori ideologici, di potenziare la relazione con gli investitori e dimostrando di soddisfare le loro esigenze riesce a migliorare la propria reputazione. Aumentando la trasparenza percepita, si riduce il rischio percepito dall'investitore, il quale fiducioso del manager sa che da questo otterrà tutte le informazioni utili comprese le cosiddette "*bad news*"; di conseguenza, chiederà un rendimento ridotto a fronte di un rischio sopportato inferiore, e per l'azienda ciò si traduce in un vantaggio economico: diminuisce il costo del capitale.

A questi benefici teorici si è cercato di dare seguito con delle prove empiriche per dimostrare i vantaggi derivanti dalle "*open conference call sostenibili*". A seguito del recepimento delle direttive che si prefiggono l'obiettivo di livellare il mercato, si è notato un aumento nelle notizie divulgate, verificato da un aumento della volatilità e dei prezzi dei titoli delle aziende che si sono adeguate alle norme. Hanno, inoltre, precisato gli studiosi Bushee et al. (2002) che a tale maggior divulgazione non è stato riscontrato un peggioramento nella qualità delle informazioni. Allo stesso tempo, è giusto però precisare che non è stato nemmeno possibile concludere una comunicazione aziendale sostenibile qualitativamente migliore.

Dalle successive analisi emerge il tentativo delle aziende di raccontarsi sotto un'ottica di lungo periodo, dimostrando di soddisfare con continuità gli interessi della comunità.

1.5.1 *Open conference call versus closed conference call*

Come precedentemente anticipato, la letteratura si divideva tra chi riteneva che le *open conference call* avessero portato miglioramenti in termini di una maggiore equità nella divulgazione di informazioni, in quanto coloro che vi partecipavano ricevevano uguali informazioni contemporaneamente, e altri che invece sostenevano che il miglioramento ci fosse stato ma senza determinare una equità generica, piuttosto limitata alle persone invitate, quali analisti ed investitori istituzionali convocati. In quest'ottica, gli investitori che non rientrano nelle categorie riunite sarebbero condannati ad un importante svantaggio informativo, che diventa ancora più evidente dal momento che le trascrizioni non sono immediatamente disponibili e raramente pubblicate: dovranno, dunque, fare affidamento su coloro che vi hanno partecipato per elaborare un giudizio sull'azienda. È scontato non serva precisare il rischio che corre un investitore non invitato: i partecipanti alle teleconferenze filtrano e sintetizzano le informazioni ottenute e solamente in un secondo momento le rendono pubbliche ai restanti operatori, ai quali giungerebbero così informazioni parziali. Si ricorda, inoltre, che la ricerca di informazioni avviene mediante un insieme di azioni costose, sia in termini monetaria sia in termini di tempo speso per indagare. A questo problema si è ovviato mediante le *open conference call*. Dalle prime analisi condotte, quando la decisione se tenere una *conference call* di tipo *open* piuttosto che *closed* era una legittima scelta, emergeva che la pratica dell'*open conference call* fosse dominata dalla tipologia di investitori che più pesavano all'interno dell'azienda. Si trattava di una decisione che poneva in conflitto il management con gli stakeholder. Infatti: il manager dell'azienda seguita da numerosi investitori definiti "*unsophisticated*", indicando quelli small e retail, preoccupato per gli effetti negativi derivanti dalla

divulgazione selettiva, prediligeva la comunicazione aperta. Ma dall'altra parte, gli investitori "*sophisticated*" preferivano che la diffusione avvenisse mediante teleconferenze chiuse, per garantirsi il proprio vantaggio informativo rispetto ai restanti operatori del mercato. Lo studio eseguito da Bushee et al. (2002) proseguiva con delle considerazioni economiche: essendo costoso effettuare periodicamente conferenze pubbliche, il management di aziende complesse sarebbe stato meno propenso ad una comunicazione così ampia.

Al lettore, quanto si sta per annunciare, sarà già chiaro, poiché ogni questione è già stata ampiamente dibattuta, tuttavia lo si precisa dando merito alle verifiche empiriche successe a posteriori. Ciò che si aspettavano gli studiosi Bushee et al. (2002) dal sistematico uso delle *open conference call* era un aumento nella volatilità dei prezzi e una maggiore negoziazione, sia durante che post la divulgazione pubblica e ciò emerse in seguito grazie all'elaborato dell'Università del Michigan commissionato a D. J. Skinner (2003). Con il rapido evolversi dei metodi di divulgazione a consolidamento delle *open conference call*, accelerato dai progressi tecnologici e dalle pressioni delle istituzioni, gli studi hanno valorizzato quanto già scoperto. Inoltre, hanno portato alla luce una relazione tra l'oggetto della divulgazione e la modalità. È emerso, infatti, che se il manager deve comunicare delle notizie non positive, prediligerà una comunicazione pubblica per mitigare i danni causati dalla divulgazione selettiva. Si tratta di una scoperta che mette in discussione quanto veniva suggerito dalla teoria della divulgazione, concretizzata negli studi di Verrecchia (1983): sembrava che i manager, sapendo di dover comunicare una notizia avversa, ritardavano la convocazione.

Tale comportamento conduce alla tematica delle cosiddette *bad news*. Si è detto che il manager è libero di impostare come meglio crede le *conference call*, libertà che si manifesta anche nella scelta di decidere chi può intervenire durante la fase di dibattito della *Q&A session*. Durante tale fase agli investitori viene data l'opportunità di reclamare informazioni aggiuntive, chiarimenti su questioni trattate

velocemente o precisazioni su tematiche non esposte. In quest'ultimo caso, la scelta di non sviluppare delle questioni è legata a due motivi.

1. Trattandosi di notizie negative, l'azienda ha preferito mantenerle riservate, ma sono emerse tramite altri mezzi di comunicazione. Avendo informazioni ufficiose, gli stakeholder si rivolgono all'azienda per averne l'ufficialità.
2. L'azienda non le ritiene altamente interessanti e rilevanti nel processo di *decision making* e per di più non è stata in grado di catturare l'esigenza degli investitori nel possederle, non conoscendo approfonditamente i propri stakeholder. Per tali ragioni, non saranno trattate durante l'incontro.

Tuttavia, si tratta di considerazioni oltrepassate dai risultati ottenuti da Skinner (2003). È emerso, infatti, che non comunicare all'audience *bad news* conduce a costi elevati, sia in termini monetari sia in termini reputazionali. Si parla di costi monetari poiché l'azienda potrebbe essere soggetta ad una causa legale intentata dagli investitori, i quali ritengono l'azienda colpevole di non aver divulgato in tempi idonei le notizie negative sugli utili. Il repentino e non previsto calo del prezzo dell'azione procurerebbe un danno agli investitori che cercherebbero di riavvalersi sull'azienda. La causa legale verrebbe trasferita in capo al manager personalmente responsabile per non aver avvertito tempestivamente gli interessati. Sorprendere, allora, gli stakeholder con improvvise informazioni negative aumenta la probabilità che all'azienda vengano mosse azioni legali potenzialmente molto costose e di conseguenza, è preferibile evitarle anticipando la comunicazione e divulgando volontariamente la notizia, sfruttando il fatto di essere trasparenti verso i propri investitori. Il motivo legale, però, non è l'unica ragione che spinge il management a comunicare tempestivamente la *bad new*. Infatti, per l'azienda che ha come obiettivo la generazione di utili per la remunerazione della stessa e degli investitori, è funzionale il mantenimento nel lungo periodo di un'ottima relazione con gli stakeholder e con la comunità, da curare dimostrandosi onesti. In tal senso, vengono

nominati i costi reputazionali che nascono dall'aver come manager aziendale un gestore poco sincero. Conoscendo la scarsa reputazione assegnata al manager, anche i potenziali investitori sono meno attratti dall'azienda in questione.

È, allora, palese il motivo per cui, in generale, il management aziendale preferisce avvisare volontariamente gli operatori del mercato circa l'esistenza di situazioni negative. Nella ricerca continua di dimostrarsi responsabili nei confronti degli operatori e della società, non tener fede alla promessa di lealtà fatta alla società circa l'integrazione nella realtà aziendale di valori etici, implica un forte svantaggio competitivo ed un ostacolo nel proseguire con continuità l'attività aziendale.

1.6 Conclusione

In conclusione, si può ritenere che le *open conference call* rappresentino lo strumento di comunicazione più utile per rispondere all'esigenza di implementare a livello aziendale una strategia comunicativa sostenibile ed efficace, al fine di sviluppare un piano strategico che mantenga in equilibrio tutte le forze che la circondano e l'influenzano. Agendo in una società altamente complessa dove le istituzioni e l'opinione pubblica sono sempre più attente a tutti gli eventuali impatti sociali, l'azienda responsabile deve elaborare una strategia con focus nel lungo periodo, supportata da piani accuratamente predefiniti, che coinvolgano tutti gli aspetti in cui si può declinare la sostenibilità, dalla governance, ai dipendenti, alla società e all'ambiente. Il fine ultimo che lo *sviluppo sostenibile* si prefigge è di legare le esigenze economiche di un Paese in continua crescita economica con le questioni di natura ambientale, sociale ed etica, un obiettivo da raggiungere mediante la *Corporate Social Responsibility*. Vale a dire attraverso comportamenti che volontariamente soddisfano gli obiettivi economici e contemporaneamente impattano positivamente nell'ambiente socioculturale. In tale contesto, l'azienda deve essere attivamente coinvolta e deve dimostrarsi *socialmente responsabile*. In quanto insieme di attori economici (azienda) che muove altrettanti attori economici

(investitori), che nell'insieme agiscono in un ambiente e in una comunità dedita allo *sviluppo sostenibile*, l'azienda non può rappresentare un freno a tale percorso, ma deve dimostrare l'importante effetto traino che è in grado di concedere. In questo quadro, la comunicazione ha un ruolo focale per la diffusione di informazioni. L'azienda deve allora adoperare una strategia efficace che preveda un valido piano comunicativo: tra i mezzi divulgativi a sua disposizione, più o meno numerosi anche sulla base delle sue competenze tecnologiche, spiccano le *open conference call*, lo strumento noto per essere il più idoneo a mantenere, curare e preservare un'ottima relazione con gli investitori, da far perdurare nel lungo periodo.

Capitolo 2°

L'INNOVAZIONE NELLA COMUNICAZIONE FINANZIARIA: dalla CSR alla CSI

2.1 Introduzione

Nel precedente capitolo è stata fornita al lettore una breve introduzione finalizzata a rendere comprensibile l'evoluzione del sistema comunicativo aziendale. È stata posta, in particolare, l'attenzione sulle *conference call*. Queste giocano un ruolo rilevante nel percorso verso lo *sviluppo sostenibile* e contribuiscono a diffondere nella comunità nuovi principi valorizzanti gli ideali etici e sociali. Il mezzo divulgativo è ampiamente sfruttato e sempre più diffuso grazie anche alle innovazioni tecnologiche, le quali offrono nuovi canali per rendere le conferenze accessibili e funzionanti.

L'azienda deve attenersi alla definizione di *sviluppo sostenibile*, quello sviluppo che permette di soddisfare tanto i bisogni delle generazioni presenti quanto quelli delle generazioni future senza che nel soddisfarne alcuni ne vengano compromessi gli altri. Per fare ciò è necessario che l'azienda integri, in un solo progetto, alle proprie performance fondamentali etici, sociali e ambientali. Tale attività viene definita dalla direttiva 2014/95/UE come *Corporate Social Responsibility*: si tratta “*dell'insieme dei processi volontari legati a valori etici, al rispetto dell'individuo, della comunità, dell'ambiente, ed all'osservanza degli strumenti legali, nell'ottica di una gestione impegnata a contribuire allo sviluppo economico compatibile.*” In

altre parole, se lo *sviluppo sostenibile* è il sistema da adottare dall'azienda che si adegua ai regolamenti, che si occupano di normare una crescita economica rispettosa dell'ambiente, la *Corporate Social Responsibility* è la modalità per rendere effettivo il legame azienda-società-ambiente. Per poter superare le sfide poste in essere dagli insidiosi cambiamenti climatici e dalle tensioni politiche e culturali, è necessario promuovere uno *sviluppo sostenibile* il cui successo è legato alla capacità dell'azienda di innovarsi, di sviluppare ed implementare nuove conoscenze tecnologiche, produttive e organizzative. Il motore di questo processo è l'*innovazione*, elemento cruciale per supportare lo sviluppo economico senza venir meno al rispetto dei valori etici. L'*innovazione sostenibile* è allora lo strumento focale irrinunciabile per affrontare lo *sviluppo sostenibile*, un processo che avviene in rispetto delle generazioni future e per la salvaguardia dell'ambiente, ma che si origina prima di tutto all'interno delle aziende. Queste si qualificano come il motore dello sviluppo economico, al quale non si deve cercare di porre freno. La rapidità degli avvenimenti socioculturali e ambientali ha ovviamente richiesto un adattamento da parte degli operatori economici, facilitato dalle innovazioni tecnologiche. In quest'ottica di adattamento, la *responsabilità sociale* è stata superata dall'*innovazione sociale* e si è così sviluppato il nuovo approccio imprenditoriale della cosiddetta *Corporate Social Innovation*, l'approccio definitivo per aiutare l'azienda a risolvere i problemi sociali mediante fattori strategici innovativi che le permettano di non venir meno ai propri obiettivi economici.

Nel presente capitolo si approfondirà il concetto della *Corporate Social Responsibility* – *CSR* e verrà analizzato il legame di questa con l'*innovazione*, strumento riconosciuto essere l'artefice dello *sviluppo sostenibile*. Si analizzeranno inoltre gli strumenti che entrambi gli approcci hanno proposto.

2.2 Comprendere la Corporate Social Responsibility

Conosciuto anche come “*cittadinanza d’impresa*”, l’impegno sociale viene vissuto dall’azienda come quel dovere che richiede l’assunzione di azioni responsabili nei confronti della società. L’obiettivo di questo impegno è di superare le sfide proposte dalla società, coinvolgendo la comunità e traendo da questa nuove opportunità, mettendo in moto un meccanismo che incide positivamente sulle emergenti esigenze sociali. Tutto ciò deve, però, permettere all’azienda di mantenersi in linea con i propri obiettivi di performance. Si tratta di gestire le operazioni aziendali rapportandole all’ambiente e alla società nella consapevolezza che perseguendo obiettivi socialmente utili se ne trae anche un beneficio aziendale. L’impresa affianca la comunità in cui opera e si rende co-protagonista in un processo finalizzato al raggiungimento dello *sviluppo sostenibile*. Questo, in accordo con la Commissione Brundtland⁵, è inteso come quello sviluppo che assicura “*il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri*” (Our Common Future, 1987, p. 41). Viene così chiesto all’azienda di svilupparsi economicamente ma di adottare una strategia che preveda dei processi produttivi e organizzativi rispettosi delle nuove esigenze, nate in una società molto più attenta all’ecosistema. È, infatti, una società che trasla all’interno dell’economia valori etici e morali e quelle tematiche relative alla salvaguardia dell’ambiente. L’azienda, dunque, non deve mettere in secondo piano la generazione di ricchezza venendo meno al suo carattere d’impresa che la contraddistingue con l’art. 2082 c.c. per l’esercizio di un’attività con metodo economico; ma deve sostenere una relazione paritetica tra crescita economica e tutela dell’ecosistema. Frenare la crescita economica comporterebbe la privazione alla società di strumenti necessari per il suo sviluppo sostenibile. La comunità avanza una pretesa dall’azienda: nel portare avanti la sua profittabilità deve sostenere la società e l’am-

⁵ Commissione mondiale per l’ambiente e lo sviluppo.

biente, oltrepassando i paradigmi della pura economia abbracciando i nuovi requisiti dell'economia sostenibile. Non essendo frutto di una disciplina giuridica e non essendo regolata da normative, ma rivolgendosi direttamente alla comunità, i principi di questa neonata economia si caratterizzano per essere fattori qualitativi piuttosto che quantitativi. Nata da un particolare contesto ideologico che esprime il tentativo di coniugare la crescita economica con il mantenimento dell'ecosistema, il valore portante di questa economia è la *responsabilità sociale*, meglio conosciuta come *Corporate Social Responsibility*. La responsabilità si sostanzia nel rispetto della comunità attuale e futura e dell'eco-sistema, per le cui risorse si richiede un uso più parsimonioso.

In tale contesto assume un ruolo centrale l'azienda. Se la responsabilità si articola in *responsabilità economica* e *responsabilità collettiva*, il ruolo dell'azienda è duplice: deve trainare la crescita economica, sfruttando le opportunità derivanti dalla società sostenibile, e deve essere promotrice di soluzioni "green". Tali operazioni sono valutate e intraprese autonomamente dall'azienda, contrassegnate dalle ideologie pregresse e attuate sulla base di predeterminati valori etici e morali. Nel confrontarsi con la società, suddette azioni produrranno effetti positivi sulla CSR, senza ovviamente escludere l'eventualità che lo svolgimento di attività aziendali possa contribuire negativamente.

Si è precisata la natura soggettiva delle azioni socialmente sostenibili attuabili dall'azienda e ciò conduce ad una riflessione: essendo ampio il campo d'azione, quello d'indagine in cui si inserisce la CSR è ovviamente alquanto esteso. Dallo studio condotto da A. Dahlsrud (2006) è emersa l'esistenza di 37 diverse definizioni di CSR, tralasciando quelle puramente accademiche. Tra le molte, viene comunemente accettata quella elaborata dalla Commissione Europea che nel Libro Verde la descrive come "*l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali ...*" (Libro Verde, 2001, p. 7). Affianca la natura soggettiva delle azioni intraprese, il carattere volontario delle operazioni adottate dall'azienda convinta di poter ottenere dei benefici generando vantaggi alla comunità.

Per quanto la *CSR* dia notevoli contributi alla società, rappresenta nel contempo un importante variabile non trascurabile per l'azienda. Le attività a sostegno della *sostenibilità sociale* possono influire nel rapporto con i dipendenti e far meglio comprendere la realtà aziendale alla comunità, creando una più viva connessione azienda-cittadino. Nel seguito si entrerà nel dettaglio analizzando il rapporto tra l'azienda e gli attori coinvolti ai quali l'impresa in parte dedica il suo impegno nel migliorare il valore economico e sociale percepito, al fine di trarre un importante e stabile successo. Per attori economici coinvolti si intendono quelli prossimi all'azienda, definiti interni, ossia i dipendenti e gli azionisti, e quelli esterni, nello specifico i fornitori e i clienti.

Rapporto con gli attori interni – dipendenti

L'azienda fortemente impegnata nell'adozione di politiche *CSR*, convinta nella necessità di integrare ai propri obiettivi di business, obiettivi sociali e ambientali, è anche particolarmente attenta alla propria forza lavoro. Molto spesso l'azienda sostenibile riserva un'attenzione specifica ai dipendenti, mediante iniziative volte ad evidenziare l'impegno per soddisfare le esigenze del personale, coerentemente con i valori etici e morali dichiarati. L'obiettivo è di valorizzare il lavoro svolto, instaurando una stabile e reciproca relazione basata sulla fiducia e sul senso di apprezzamento. L'azienda, allora, pianifica con attenzione il processo lavorativo in modo che il personale si senta parte attiva e integrante di un ampio disegno volto al raggiungimento di obiettivi di performance in linea con gli obiettivi di responsabilità sociale. In questo modo la forza lavoro, conscia di rispondere ad una necessità sociale piuttosto che alla mera generazione di profitto aziendale, è moralmente più incentivata. Dare la possibilità ai dipendenti di vivere personalmente la sfida verso una *società sostenibile* e implementare quest'occasione in un programma definito ad hoc, è la vera prova di responsabilità verso la comunità. Dal 7° report annuale elaborato da WeSpire a Marzo 2019 (*State of the Employee Engagement Report*) tale fenomeno è emerso con grande incisività. Con un aumento del 2% rispetto

l'anno precedente, l'88% delle 1.700 persone intervistate e attivamente occupate nel lavoro, indipendentemente dalla loro età, sono fortemente interessate alle politiche CSR adottate dall'azienda in cui si trovano. In particolare, queste hanno espresso la loro preferenza per aziende la cui attività aziendale impatta positivamente sulla società, dichiarando, inoltre, di essere eventualmente favorevoli nel lasciare la propria azienda per altre più attente allo *sviluppo sostenibile*. Dunque, al di là della generazione di profitto per la remunerazione del capitale e degli azionisti, l'azienda deve essere attenta ai suoi dipendenti, alle loro esigenze e alle promesse fatte alla società: creando un ambiente socialmente responsabile e coinvolgendo la forza lavoro in un programma motivante si difende il rapporto azienda-dipendenti.

Rapporto con gli attori interni – investitori

Un'azienda socialmente responsabile è un'azienda sana e stabile. Tutelando la propria reputazione, che come si è detto nel precedente capitolo, rappresenta un importante fattore strategico, si pone nel mercato dei capitali un'azienda dal basso livello di rischio. Gli investitori, percependo un minor rischio, chiederanno una copertura, intesa sotto forma di remunerazione, minore. Da un punto di vista economico, per l'azienda minori rendimenti per il rischio assunto significano un costo del capitale più basso, un notevole taglio nei costi. Osservando tale fenomeno da un punto di vista relazionale, l'azienda responsabile consolida il rapporto con gli investitori e ne attira di nuovi. Noto, inoltre, che l'immagine dell'azienda viene modulata sulla base del rating attribuito dalle agenzie preposte, l'impresa attenta alla società e alla salvaguardia dell'ecosistema otterrà una miglior valutazione. Infine, si può avanzare un'ulteriore considerazione: dimostrando ai propri investitori di essere resistente ai cambiamenti della comunità e reattiva verso nuove eventuali esigenze, questi saranno più decisi ad investire sulla società così definita.

Rapporto con gli attori esterni – fornitori

Essendo i fornitori degli attori economici alquanto rilevanti all'interno della catena del valore, è necessario che vengano anch'essi coinvolti nel processo produttivo

sostenibile. Abbracciare gli ideali proposti dalla *CSR* implica per l'azienda adottare delle politiche per permettere ai fornitori di essere anch'essi in prima linea nel realizzare la *società sostenibile*. Si deve allora smantellare il processo di produzione di valore, risalire alla fase di fornitura e rendere la catena di approvvigionamento più *green*. Recentemente le aziende hanno messo a disposizione dei propri fornitori degli strumenti per effettuare una valutazione sulla *responsabilità sociale* e per rilevare l'effettiva adozione, da parte dell'azienda, dei programmi presentati alla comunità. Poiché sempre più frequentemente i fornitori richiedono informazioni più dettagliate, si sono sviluppati esternamente all'azienda degli strumenti specifici. Nel settore automobilistico è stato presentato nel 2014 e rielaborato nel 2017 il "*DRIVE Sustainability – The Automotive Partnership*", un documento contenente i comuni principi guida al quale fa riferimento il questionario di autovalutazione sulla *sostenibilità (SAQ)*⁶; questo viene adottato dai produttori BMW Group, Daimler AG, Ford, Honda, Jaguar Land Rover, Scania CV AB, Toyota Motor Europe, Volkswagen Group, Volvo Group, Volvo Cars ed è destinato ai fornitori. A questi viene chiesto di compilarlo, per definire un quadro completo comprendente anche la loro prestazione e per promuovere l'attuazione di una *sostenibilità* che invade tutto il processo produttivo.

A sostegno dell'organizzazione *UN Global Compact* che dal 2013 si impegna nell'incoraggiare le aziende ad aderire alle iniziative a favore della *sostenibilità ambientale, economica e sociale* attraverso le politiche *CSR*, è stato realizzato nel 2020 il software *IntegrityNext*. Coprendo tutti gli aspetti sensibili al tema dello *sviluppo sostenibile*, permette alle aziende di analizzare le operazioni compiute dai propri fornitori, grazie ad un automatico monitoraggio dei questionari compilati e ad un accurata ispezione dei social media. Ciò serve per garantire alla comunità la completa attuazione delle politiche promosse e per assicurare un processo produttivo totalmente conforme ai requisiti di *sostenibilità*. Se da una parte si trovano fornitori vivamente coinvolti nella questione *green* tanto da farne un valore morale

⁶ drivesustainability.org

imprescindibile, dall'altra vi è la necessità dell'azienda di avvalersi di fornitori il cui operato può essere certificato.

Rapporto con gli attori esterni – clienti

Da un'indagine condotta dal Codacons a fine 2018 emergeva che per il 12% dei clienti intervistati, 420 su 3.500, le iniziative sostenibili adottate dall'azienda rappresentavano un peso notevole nella fase finale di acquisto, un dato in forte crescita rispetto ad indagini precedenti. I clienti, in quanto membri di una comunità che richiede il rafforzamento del modello societario a favore di uno sostenibile, sono sempre più interessati alle dinamiche *ESG* e pretendono dal tessuto imprenditoriale l'adozione di politiche moralmente e socialmente sostenibili. Per il 44% dei consumatori inserire nel piano strategico aziendale azioni legate alla tutela ambientale, al soddisfacimento dei bisogni umani e al rispetto dei diritti comunitari, gioverebbe al benessere comune; una minoranza di questi, per l'esattezza 1.091 su 3.500, sostengono che tali azioni extra-finanziarie fungano da pilastro per lo sviluppo sostenibile. Data la particolare importanza riversata dai clienti sulla tematica verrà spontaneo chiedersi cosa debba fare l'azienda. A questa spetta il compito di rendere effettive le azioni menzionate e soprattutto di comunicare, vero fattore di discriminazione con altri competitors apparentemente *green*, mediante una strategia divulgativa *consumer-friendly*.

Quanto sinora detto circa il necessario coinvolgimento degli attori economici con cui l'azienda entra in contatto nel suo ciclo di vita, per divulgare la cultura sostenibile e far crescere il senso di responsabilità, trova conferme nella recente conferenza dell'Aprile 2019 "*L'Italia è pronta per la sostenibilità? Investimenti ESG, un cammino lungo 20 anni*". Durante la decima edizione del Salone del Risparmio è stata presentata una ricerca condotta da FINER⁷, che ha coinvolto 1.700 tra investitori e

⁷ Finance Explorer, istituto di ricerca italiano che effettua analisi di mercato in ambito finanziario.

dipendenti. È emerso che una gran parte degli intervistati si dichiara molto sensibile agli investimenti *ESG*, in particolare si è registrata un'elevata percentuale di interesse, il 91%, per gli impatti ambientali. Negli ultimi anni è fortemente cresciuto il coinvolgimento verso aziende in grado di integrare nella strategia finanziaria le tematiche ambientali, sociali e di governo, e l'azienda consapevole, per mantenersi sul mercato, deve adattarsi a ciò. Ma come si è detto non si tratta di un adeguamento costo, piuttosto determina rilevanti benefici economici. Per assicurare in ciò il lettore a tali studi puramente teorici si affianca un'analisi empirica svolta da Z. Tang, C. E. Hull e S. Rothenberg che già nel 2012 evidenziava gli effettivi guadagni in termini di performance finanziaria a seguito dell'adozione di strategie *CSR*. Lo studio, che si è basato su dati di 130 aziende, ha concluso che nel lungo termine aziende impegnate nelle dinamiche *CSR* hanno probabilità maggiori di aver successo nella società e, influenzando positivamente la percezione degli operatori del mercato, avranno un rendimento in termini di performance finanziaria maggiore. Nonostante si tratti di uno studio datato è servito come punto di partenza per ricerche successive che hanno fornito nuove evidenze empiriche. Si cita quindi l'articolo realizzato da S. Cavaco e P. Crifo nel 2014, che ha analizzato le interazioni tra le dimensioni della *CSR* e la performance finanziaria aziendale, osservando 300 aziende di 15 Paesi europei. Lo studio pur non aggiungendo nuove evidenze circa la relazione *CSR* e *financial performance*, conferma quanto scoperto qualche anno prima.

Grazie ai risultati ottenuti nell'ultimo ventennio si fa sempre più palese l'importanza delle tematiche *ESG* per avvantaggiare in primis la *nuova società sostenibile* e indirettamente l'azienda durante la creazione di valore finanziario. Tuttavia, si deve fornire l'opportunità all'azienda di adottare una strategia sostenibile e la si deve attrezzare di meccanismi opportunamente pensati: sono stati, quindi, realizzati degli appositi strumenti per incentivare l'azienda ad essere responsabile e per realizzare un mercato globalmente impegnato nel sostenibile.

2.2.1 Strumenti della CSR

Diversi sono gli strumenti che possono essere inseriti nelle pratiche strategiche aziendali dal management che intende contribuire attivamente allo sviluppo sostenibile. Tra i molti ampiamente utilizzati citiamo il *Sustainability Reporting Guidelines* del GRI – *Global Reporting Initiative*, celebre per essere l’iniziativa sostenibile più diffusa al mondo. Alla base vi è la convinzione che per migliorare la comunicazione circa l’attività aziendale, alla quale si riconducono tutte le attività ESG, sia necessario integrare i due aspetti del *reporting*, quello di natura finanziario con quello extra-finanziario. Lo scopo è di fornire agli operatori di mercato, ed in generale alla società, un’immagine completa di come l’azienda sta gestendo le risorse, esponendo la nuova ricchezza generata. Strumento cardine elaborato recentemente dal GRI è l’*Integrated Report*, il *report integrato*. Nato dall’esigenza di colmare il divario tra il pensiero integrato di una *nuova società sostenibile* e le reali dinamiche aziendali che trovavano espressione nei distinti *Social Report* e *Financial Report*, questo rappresenta un’innovazione per l’azienda che intende far parte del processo finalizzato a concretizzare un’*economia sostenibile*. In risposta alle esigenze di una società in evoluzione, si è sviluppato un processo maturato dall’esigenza di elaborare un unico documento al fine di presentare agli investitori l’azienda in una visione globale. L’*Integrated Reporting* risponde a tale pretesa e consente all’impresa che lo adotta di combinare omogeneamente informazioni riguardanti performance finanziarie e non, promuovendo una strategia aziendale sostenibile, flessibile e duratura, in grado di reggere agli imprevisti del mercato. Operando simultaneamente sui tre livelli, il *report integrato* mette in luce i legami e gli impatti che gli aspetti dell’investimento esercitano tra di loro, evitando il problema delle informazioni ridondanti e/o informazioni mancanti. Si tratta di uno strumento fondamentale per tutte le parti coinvolte: è vantaggioso per le aziende per far accrescere il senso di affidabilità e per gli investitori, rendendo più semplice la comparazione di aziende nelle tematiche socio-ambientali. L’importante strumento di gestione è ampiamente

sfruttabile dalle aziende possedendo una duplice funzione, interna ed esterna. Internamente è in grado di favorire il miglioramento dei sistemi di gestione e di controllo poiché si vanno a ponderare le performance aziendali con i possibili impatti nei vari settori in cui l'impresa opera e sulla base di questa analisi, l'azienda stessa può valutare e rivedere le eventuali strategie. Esternamente, essendo l'azienda alla ricerca di investitori da catturare sfruttando l'immagine di azienda affidabile, viene spinta a farsi più responsabile, sia in termini di maggior mole di informazioni fornite, intese anche come difficoltà aziendali e non soltanto buone notizie, sia con l'effettiva messa in pratica delle politiche *CSR*.

Tuttavia, attuare interventi e innovarsi internamente rispettando l'immagine di un'azienda sensibile alle tematiche socioculturali-ambientali ed essere efficace in termini economici, non è sufficiente. È importante essere in grado di trasmettere questi valori e dimostrarne la validità aziendale. È necessario saper comunicare la propria responsabilità sociale, senza autocelebrarsi e senza il ricorso a campagne pubblicitarie falsificate che inducano la società ad accusarla di *greenwashing*. L'azienda, influenzando fortemente le scelte di acquisto dei clienti e l'opinione della comunità, deve informare la società circa le azioni sostenibili che intende svolgere e rendere note le attività di *CSR* adottate, una comunicazione che si esplicita mediante appositi strumenti comunicativi.

2.2.2 *Strumenti della CSR: linee guida della comunicazione sostenibile*

L'azienda deve essere in grado di fare da portavoce della nuova *società sostenibile* e deve dimostrare di essere seriamente impegnata nelle tematiche *ESG* soprattutto attraverso un'imponente comunicazione. Avere un'efficace strategia, come si è potuto leggere nel precedente capitolo, è un requisito fondamentale per garantire all'azienda la permanenza nel lungo periodo nel mercato: le consente, infatti, di restare vicina agli operatori economici e alla comunità, curando la propria immagine sostenibile, e allo stesso tempo le consente di soddisfare i propri obiettivi di business. All'azienda viene chiesto di rinunciare alla mera creazione di profitto per

passare ad una visione globale dove si interseca un ampio sistema di relazioni, alle volte intese come relazioni umane che per loro natura sono fortemente influenzate dall'opinione e dunque dalla reputazione dell'azienda in questione. L'azienda socialmente responsabile, conscia dell'importanza assunta dall'immagine aziendale, deve presentare e spiegare le proprie idee agli operatori e alla comunità, informarli delle operazioni effettuate e che eventualmente si intendono svolgere. Possedere un buon piano comunicativo permette all'azienda *sostenibile* di rendere fattibile ciò. Se da una parte si favorisce la tutela reputazionale, dall'altra le consente di generare profitto. Nonostante le venga chiesto di inserire gli aspetti *ESG*, questa deve soddisfare ugualmente obiettivi di profitto. Deve garantirsi un futuro tanto florido quanto solido e duraturo e per farlo deve agire sfruttando un buon piano comunicativo che le consenta di ampliare il pubblico, di attrarre nuovi investitori e di affermarsi all'interno della società, dimostrandosi responsabilmente attenta al mantenimento dell'equilibrio dell'ambiente e degli attori che le stanno attorno. Con un'adeguata divulgazione informativa, l'azienda diffonde tutte le operazioni intraprese in campo economico, mediante eventualmente gli indici di performance, e in campo sociale ed ambientale. Sono stati stabiliti dei criteri comunicativi da rispettare, note come *linee guida della comunicazione sostenibile* che possono essere sintetizzate come segue.

Trasparenza. Il requisito fondamentale che sta alla base del rapporto azienda-società è la trasparenza. Se l'obiettivo di una qualsiasi strategia comunicativa commerciale è rendere appetibile il prodotto e catturare un più ampio segmento di clientela possibile, l'obiettivo della comunicazione sostenibile è informare adeguatamente il pubblico, diffondendo la cultura sostenibile aziendale per rispondere efficacemente ai tentativi della società di raggiungere un nuovo modello economico. Non vi sono intenti persuasivi da parte del management, ma questo deve risultare credibile mediante una comunicazione comprensibile ai molti. Dal momento che gli operatori del mercato sono uomini non razionali, è necessario diffondere in loro un senso di affidabilità fin da subito: il manager dovrà dichiarare la sua posizione,

esplicitare e motivare chi intende rappresentare, e annunciare gli obiettivi che intende conseguire con la presentazione di un accurato disegno. Tuttavia, se è vero che l'*azienda sostenibile* non deve correre il rischio di avere una perdita reputazionale, deve anche garantire la propria autorevolezza e le informazioni lacunose potrebbero inibirla. Ciò non vuol far intendere che l'azienda debba alle volte celare delle informazioni, ma se esistono dei *work in progress* dovrà essere reso noto il loro carattere provvisorio.

Coinvolgimento: multistakeholder. La comunicazione sostenibile si sviluppa a fronte dell'evoluzione della cultura economica che intende dar vita ad una nuova società che pone in equilibrio l'ambiente, la comunità e l'economia. Per fare ciò è necessario coinvolgere la collettività, la quale deve diventare la protagonista della comunicazione stessa. Il management aziendale va, dunque, a chiamare all'attenzione tutti coloro che nutrono interessi economici sull'azienda e, in generale, coinvolgendo tutti quelli che manifestano una viva attenzione. Grazie alle nuove tecnologie è possibile direzionare la comunicazione verso più operatori per creare una fitta rete di dialogo con tutti gli stakeholder. Soprattutto nella fase iniziale, è essenziale coinvolgere tutti gli attori economici e dotarli di notizie utili per valutare correttamente l'azienda. Un coinvolgimento non teorico ma effettivo che si concretizza, ad esempio, con l'adozione di misure desunte dall'opinione dagli stakeholder volte a migliorare il piano strategico aziendale al fine di ottenere un equilibrio tra l'impresa e il suo pubblico.

Tempestività. Per evitare rischi reputazionali, l'azienda deve tempestivamente comunicare agli operatori eventuali situazioni negative, ed evitare che la diffusione avvenga per altri canali non contemplati, ovvero nella peggiore delle ipotesi da dirette concorrenti. In tal caso verrebbe meno il senso di fiducia e di trasparenza che tiene saldo il rapporto azienda-investitori e nel complesso azienda-società.

Periodicità. L'azienda se vuole assicurarsi la permanenza a lungo termine nel mercato economico, deve preservare il rapporto con i propri investitori con un coinvolgimento periodico, effettuando *chiamate* con una sistematica cadenza che consideri le esigenze degli ascoltatori. Non si deve dunque trattare di un piano comunicativo del tipo *one shot*, ma l'azienda deve portare avanti con continuità il proprio impegno con un programma altamente strutturato e organizzato.

Rilevanza. Attraverso la *comunicazione* l'azienda deve trattare questioni rilevanti per gli investitori, focalizzando l'attenzione sulle emergenti tematiche ambientali e sociali, sulle quali la comunità pone una sempre più grande attenzione. Si dovrà evitare di modulare una strategia comunicativa su aspetti ritenuti secondari dagli stakeholder, i veri protagonisti di tale attività divulgativa, ai quali l'azienda indirizza la propria attività, finalizzata al soddisfacimento delle loro esigenze informative sulle tematiche *ESG*.

Completezza. Posto che la *comunicazione sostenibile* deve essere una *comunicazione efficace* fermamente distinta dalla comunicazione persuasiva, in quanto se quest'ultima ha come obiettivo indurre gli operatori a compiere determinate scelte la prima si prefissa come finalità trasferire informazioni agli attori economici, si sostanzia sui contenuti esaltati ed enfatizzati dai dati misurabili forniti, da prove empiriche effettuate ed analisi condotte. La comunicazione deve essere completa di tutto il range informativo possibile, per ridurre eventuali fraintendimenti. Ciò non toglie che possano essere omesse delle informazioni, a patto che si trattino di notizie non rilevanti per gli ascoltatori, altrimenti questi si troveranno costretti a richiederle nella *Q&A session*.

Chiarezza. La comunicazione sostenibile si prefiggere il compito di informare circa il piano strategico individuato, aggiornare sulle iniziative in corso e presentare i risultati ottenuti dalla strategia adoperata in linea con il mercato dei capitali, e per

informare, evitando di raccontare una realtà alterata, dovrà basarsi su analisi empiriche effettuate su dati reali raccolti con precise procedure. È evidente che per quanto possa essere complesso comunicare dati empirici, l'azienda, dovendo divulgare la nuova filosofia ai diversi target di riferimento, li deve rendere più chiari possibili e altamente comprensibili ai molti. Ogni rischio di ambiguità deve essere evitato, soprattutto se potrebbe influenzare le decisioni degli operatori e la comunità.

Accuratezza. Con tale principio si fa riferimento al livello di precisione e di bontà delle informazioni divulgate. Appurato che gli operatori elaborano un'opinione sulla base delle informazioni tratte e su questa effettuano una decisione imprenditoriale, la strategia divulgativa deve esporre approfonditamente le operazioni compiute focalizzandosi su quanto raggiunto, sia che si tratti di risultati positivi sia essi negativi, mediante valori comprovati da prove scientifiche che diano attendibilità ai dati presentati per consentire una decisione caratterizzata da un elevato grado di certezza.

Comparabilità. Sebbene la finalità ultima sia la realizzazione di un'economia *sostenibile* divulgando una nuova cultura aziendale, l'azienda affianca e mantiene viva la propria ideologia di "impresa", quella attività economica organizzata al fine della produzione. È evidente, allora, che nell'essere trasparente il management trova anche l'opportunità di rafforzare la reputazione aziendale per far leva su tale fattore strategico ed essere efficacemente competitivo.

Neutralità. Posto che l'azienda deve evitare il cosiddetto *greenwashing* con informazioni dal contenuto futile e di scarso valore, la *comunicazione sostenibile* deve riportare informazioni prive di qualsiasi condizionamento ed evitare di desumerle attraverso una selezione informativa. L'immagine che deve essere fornita alla comunità è di una veritiera realtà aziendale, senza fare eccessivamente sfoggio delle proprie competenze, provocando un'idea ingannevole dell'azienda.

Verificabilità. Per fornire un quadro reale e far sì che venga accolto e compreso dalla comunità, è necessario che le informazioni divulgate vengano seguite da rilevazioni empiriche dall'alto grado di specificazione. Importante è il riconoscimento da parte di un ente terzo dei risultati raggiunti, spesso con certificati e marchi, i quali aggiungono credibilità all'azienda.

È evidente che possedere delle elevate competenze tecnologiche e spiccate capacità innovative favorisca il potere comunicativo dell'azienda, dandole la possibilità di adoperare molti più strumenti divulgativi rispetto ad aziende simili ma con una modesta connotazione tecnologica. L'innovazione, affermata come motore dello sviluppo economico direzionato allo *sviluppo sostenibile*, agisce da promotrice di un nuovo modello comunicativo, aprendo all'azienda nuove strade per avvicinarsi alla comunità e per rafforzare il rapporto con tutti gli attori economici. Allo stesso tempo si tratta di una relazione inversa: avere uno stretto legame con i propri stakeholder consente all'azienda di innovarsi più facilmente, adattandosi alle richieste di quest'ultimi. Si nota come innovazione e responsabilità sociale siano due facce di un'unica realtà che vuole coniugarle per fonderle in una sola forza sociale dalla cultura imprenditoriale fondata su nuovi principi etici e morali. Se l'idea comune un ventennio fa si spingeva nel vedere nei fini economici un ostacolo all'impulso etico, frenando lo slancio di nuovi principi morali, ad oggi consci della stretta relazione tra impresa e comunità possiamo sostenere che l'economicità aziendale favorisca lo sviluppo etico-culturale senza tralasciare gli aspetti ambientali.

2.3 La CSR si evolve: nasce la CSI - Corporate Social Innovation

Fino a questo momento è stata analizzata solamente la *Corporate Social Responsibility*, ma è corretto precisare che il rapido impulso alla crescita sostenibile è dovuto all'*innovazione*: l'elemento che accomuna la *Corporate Social*

Responsibility e la *Corporate Social Innovation*. Con riferimento alla *CSR*, l'innovazione consente all'azienda di intraprendere azioni distinte rispetto a quelle avviate da una competitor, adottare comportamenti influenzati dall'etica, quel valore che spinge l'azienda a compiere iniziative in rispetto della società. L'innovazione è un fattore distintivo delle società tecnologiche, che vedono nella resistenza al cambiamento una forza minacciosa ostacolante la società nella corsa verso lo *sviluppo sostenibile*. Dinanzi a nuove incertezze e nuove esigenze, l'innovazione pura si distingue da un'*innovazione sociale*, la quale viene vista come lo strumento più chiaro e completo per muoversi nell'ampio scenario aperto dalla *responsabilità sociale*. L'*innovazione* è allora quel mezzo più idoneo a risolvere le questioni sociali raggiungendo le finalità economiche attraverso dei processi strategici innovativi. Diverse sono le definizioni che sono state proposte dell'*innovazione sociale* e la prima può essere fatta risalire al 1934, anno in cui J. Schumpeter ha pubblicato il suo "*Theory of economic development*"⁸. In questa definizione l'innovazione è raccontata in termini generici come nuove combinazioni di processi, conoscenze, risorse, attrezzature e altri fattori già esistenti o nuovi, sottolineando fortemente la distinzione di questa dall'invenzione. Le precisazioni di Schumpeter portano a superare l'idea dell'innovazione come mere nuove tecnologie; queste piuttosto rappresentano un **processo strutturato** per sfruttare **nuove opportunità di business** mediante l'uso di **nuove tecnologie, prodotti e servizi**. Il carattere fortemente generico della descrizione proposta ci apre le porte per una considerazione: l'innovazione può colpire diversi momenti del ciclo di vita di un prodotto aziendale e può, di conseguenza, manifestarsi in molti ambiti. Più ampia e più precisa è invece la definizione presente nell'*Open Book of Social Innovation* delineata da R. Murray, J. C. Grice e G. Mulgan, una spiegazione in grado di mettere in risalto tutti gli aspetti del processo: "*definiamo innovazione sociale quelle nuove idee (prodotti, servizi e modelli) che soddisfano*

⁸ Schumpeter J., 1934, *Theory of Economic Development*. L'economista austriaco è molto noto per aver elaborato diverse teorie a supporto dello sviluppo economico e fu il primo a vedere nell'innovazione una forza strategica in grado di dare notevole vantaggio competitivo all'azienda innovata.

simultaneamente i bisogni sociali e creano nuove relazioni o collaborazioni sociali. In altre parole, sono innovazioni che fanno bene alla società e migliorano la capacità di agire della società”⁹ (Murray et al., 2010, p. 3). A partire da questa definizione e considerando la prima possiamo compiere delle osservazioni. È evidente che l'*innovazione sociale* poggia su dei pilasti, primo tra tutti il carattere di novità, fattore che non deve restare idea ma che deve essere implementato in un prodotto e/o servizio e/o modello di business. Mediante tale risorsa si determina il soddisfacimento di un bisogno sociale generando, allo stesso tempo, ricchezza per l'azienda. Il fenomeno si basa sulla collaborazione, sul coinvolgimento di diverse comunità o di singoli imprenditori, che decidono a favore di una relazione per risolvere dei problemi sociali, giovando tanto alla comunità quanto alle singole entità facenti parte del gruppo.

È opinione diffusa pensare la *Corporate Social Innovation* come una nuova modalità di interagire e comportarsi all'interno della realtà aziendale. Quest'ultima, si basa su un insieme di meccanismi complessi e innovativi in termini tecnologici, economici e produttivi, che introducono nuovi prodotti e comportamenti, finalizzati a sviluppare l'attività aziendale. Tuttavia, affianco allo sviluppo aziendale i nuovi fattori apportano miglioramenti anche nella sfera personale dei dipendenti. Si tratta, perciò, di utilizzare processi socialmente utili per favorire lo sviluppo, sociale ed economico, e per facilitare e proteggere la relazione con gli attori del mercato. Fattore cruciale è la costanza: il processo innovativo non deve essere programmato sporadicamente e realizzato saltuariamente ma l'azienda deve inserirlo periodicamente nella strategia aziendale e deve essere destinato non ad uno specifico settore, ma riguardare l'intero modello di business.

Attraverso un miglior uso di risorse, l'azienda socialmente innovativa elabora nuove idee imprenditoriali rivolte al soddisfacimento delle sfide sociali ed ambientali, mantenendo in equilibrio le esigenze manageriali con i valori etici. Nonostante

⁹ Murray et al., 2010, *Open Book of Social Innovation*.

siano state citate le risorse, non deve essere colto il messaggio che innovare è costoso e richiede l'uso massivo di beni tangibili ovvero il ricorso al capitale economico. Infatti, innovare non avviene solo con l'impiego di nuove avanzate tecnologie che potrebbero richiedere cospicui investimenti, ma un'azienda può innovarsi anche adottando una nuova forma mentis. Si parla, infatti, anche di *innovazione culturale-sociale*, quel processo che si sostanzia in un nuovo approccio manageriale nei confronti dei dipendenti, mediante il quale si congiunge la sfera umana con la realtà aziendale per rielaborare una nuova filosofia sostenibile. Il cambiamento non deve essere esclusivamente nei processi produttivi e organizzativi, ma deve riguardare il modo di pensare, l'approcciarsi con la comunità e con l'ambiente. Si delineano allora diversi ambiti applicativi che possono riguardare i clienti, i processi altrimenti la cultura sociale, come è stato detto. Con riferimento ai clienti, innovare può esprimere la volontà di avvantaggiare tale categoria, offrendogli beni innovativi più apprezzati. In secondo luogo, si parla di *innovazione di processo*, riferendosi alle diverse fasi del ciclo produttivo. Si parte a monte dall'acquisizione di input e si termina a valle con la creazione dell'output. Si può intervenire nelle fasi intermedie, colpendo i meccanismi e le diverse sequenze, puntando all'ottimizzazione del processo finalizzato ad un aumento della capacità produttiva.

È chiaro che la *Corporate Social Innovation*, offrendo nuovi strumenti che consentono di coniugare al meglio la finalità economica aziendale e lo *sviluppo sociale*, è la miglior filosofia adottabile dall'azienda che vuole rispondere tanto alle proprie esigenze quanto alla questione sociale. Se diversi sono gli strumenti elaborati, quello di maggior spicco è l'*ESG Investor Briefing Project*: si tratta di un programma con il compito di manovrare la comunicazione aziendale nelle tematiche *ESG* promuovendo le nuove *conference call* conosciute come *Sustainability Conference Call*. Nel paragrafo successivo si procederà delineando tale strumento.

2.4 Sustainability Call – ESG Briefing Call

L'*ESG Investor Briefing Project*, come una vera e propria guida fornisce all'azienda il *Value Driver Model*, un quadro accuratamente definito su come organizzare la propria strategia divulgativa al fine di renderla più efficace. Appurato che l'azienda comunica le proprie strategie, rende noti i processi produttivi e organizzativi e informa sugli aspetti della governance mediante diverse forme di comunicazione, l'elaborato sviluppato dal *Global Compact LEAD* dalla collaborazione tra l'*UN Global Compact* e l'*UN-Supported Principles for Responsible Investment (PRI)* il 16 Giugno 2012, rappresenta una risorsa per l'azienda che desidera migliorare il rapporto con il pubblico di investitori. Il progetto consente alle aziende aderenti di presentare le conseguenze economiche evidenziando l'impatto sostenibile derivante da risultati ambientali, sociali e di governance, come frutto di una strategia aziendale socialmente responsabile. Il tutto è previsto si svolga durante una *financial call* trimestrale dalla durata massima di 60 minuti. Attraverso la *Sustainability conference call* non solo si presenta al pubblico di investitori la strategia aziendale idealizzata ma si intende aprire un dibattito, per la metà della durata complessiva, su come a questa si intrecciano le questioni *ESG* in termini finanziari, dando priorità alle tematiche sostenibili note per l'elevato grado di interesse che suscitano negli investitori. È, secondo quanto scritto nella versione cartacea del progetto, essenziale concentrarsi sulla sostenibilità per soddisfare le richieste del pubblico presentando i piani di investimento tenendo saldamente a mente l'*ESG Value Driver Model*. È, tuttavia, previsto che ogni singola azienda possa personalmente scegliere di focalizzare l'incontro in una tematica precisa. Si vuole, quindi, dare all'azienda un punto di riferimento, per partire da questo e migliorare la strategia divulgativa al fine di rivelare in termini finanziari le prestazioni *ESG* ottenute. Durante la fase introduttiva, cosiddetta di rivelazione, tali osservazioni sono esposte dall'azienda muovendosi in tre direzioni:

1. analisi della *crescita*, dovuta all'inserimento in *nuovi mercati e/o aree geografiche*, legata all'aver catturato un *nuovo segmento di clientela e/o*

quote di mercato, influenzata da prodotti e/o servizi innovativi, altrimenti frutto di una *strategia di lungo termine*.

2. Analisi della *produttività*, considerando l'*efficienza operativa*, la *gestione del capitale umano* e il *potere contrattuale* fortemente sensibile della reputazione aziendale.
3. Analisi della *gestione del rischio* in tutte le sue configurazioni.

Di seguito si propone una tabella riassuntiva.

Tabella 1. *ESG Value Driver Model* – modello per la comunicazione dei valori ESG agli investitori.

ROE	Crescita	Nuovi mercati e aree geografiche	Ottenere l'accesso a nuovi mercato e aree geografiche attraverso i programmi <i>ESG</i> .
		Nuovi clienti e quote di mercato	Utilizzare i programmi <i>ESG</i> per coinvolgere i clienti e sviluppare le aspettative del mercato.
		Innovazione di prodotti e/o servizi	Sviluppare tecnologie all'avanguardia per esigenze sociali o ambientali insoddisfatte.
		Strategia a lungo termine	Sviluppare una strategia a lungo termine che comprenda tutte le questioni <i>ESG</i> .
	Produttività	Efficienza operativa	Risparmiare sui costi attraverso operazioni e pratiche ambientali (ad esempio energia, acqua, efficienza dei rifiuti, minor uso delle materie prime)
		Gestione del capitale umano	Attrarre e trattenere i dipendenti migliori e altamente motivati sfruttando la posizione di leader dell'azienda nelle tematiche <i>ESG</i> .
		Prezzare la reputazione	Sviluppare la fedeltà del marchio e la reputazione attraverso beni prodotti sulla base della disponibilità dei clienti a pagare un prezzo maggiorato.
	Risk Management	Rischio operativo e normativo	Mitigare i rischi rispettando i requisiti normativi e gli standard di settore affrontando le questioni <i>ESG</i> nelle politiche, nei sistemi e negli standard.
		Rischio reputazionale	Facilitare operazioni ed entrare in nuovi mercati utilizzando le questioni <i>ESG</i> locali e coinvolgendo la comunità

			per ridurre la resistenza locale; si evitano, quindi, pubblicità negative sui media e il boicottaggio delle ONG.
		Rischio della catena di fornitura	Garantirsi un accesso a lungo termine alle materie prime e ai prodotti impegnandosi nel rapporto con la catena di fornitura.
		Leadership e adattabilità	Sviluppare la capacità di leader per adattarsi a situazioni politiche, sociali e ambientali in rapida evoluzione.

Fonte: *United Nations Global Compact*.

Lo scopo del documento è di aiutare a tracciare una conferenza in grado di catturare l'attenzione degli investitori, definendo per ogni fattore chiave, ossia il formato, il contenuto e l'organizzazione della comunicazione, gli elementi "essenziali" da distinguere da quelli "raccomandati". Ecco allora che è richiesta la presenza del CEO e del CFO, uno dei quali avrà il compito di delineare il caso di investimento sostenibile in una breve dichiarazione di circa 3 minuti; non è essenziale la partecipazione del responsabile della sostenibilità aziendale, intervento che invece è richiesto durante la predisposizione dell'invito. È, inoltre, apprezzabile venga dedicato il 50% del tempo alla *Q&A session*.

Proseguendo nell'analisi di ciò che è considerato essenziale in termini di contenuto viene delineato un attento elenco, elaborato dalla considerazione che la sostenibilità debba essere vissuta come motore della strategia aziendale:

- all'inizio della chiamata dev'essere dedicata una finestra di breve durata per la descrizione dell'investimento sostenibile che si intende attuare.
- Per la presentazione dell'investimento si esortano tutte le aziende aderenti ad avvalersi del *Value Driver Model*.
- Ma l'investimento dev'essere presentato in linea con il contesto aziendale e le sfide economiche prefissate da ciascuna impresa. Essendo il modello flessibile, ogni azienda è libera nell'implementazione per modellarlo coerentemente con le caratteristiche della stessa e con gli obiettivi predeterminati.

Per quanto riguarda la struttura, la *Sustainability call* viene modellata sulle *financial conference call* trimestrali aperte a tutti gli investitori istituzionali interessati.

A seguito dell'utilizzo dello strumento preposto dal *Global Compact LEAD* è stato registrato un notevole miglioramento in termini di maggiore collaborazione tra i CEO e i CFO delle aziende aderenti con i responsabili della *CSR* aziendale e, grazie ad un format divulgativo dalla configurazione più strutturata, è stato possibile rafforzare il coinvolgimento degli investitori. Lo strumento appare essere la scelta più adeguata per l'azienda che intende coprirsi dal rischio correlato alla sostenibilità, il quale potrebbe determinare delle ripercussioni sulle prestazioni aziendali.

Le *Sustainability conference call* rappresentano il punto d'incontro tra la necessità aziendale di valorizzare le performance economiche e l'esigenza di possedere uno strumento comunicativo che, in modo uniforme ed equo, rende effettuabile una divulgazione socio-ambientale. Se in generale la *conference call* è uno strumento interattivo che affianca alle informazioni finanziarie le tematiche esterne alla pura finanza, permettendo all'azienda di mostrare l'impegno sostenibile, la *Sustainability disclosure* è quel mezzo aggiuntivo che permette di descrivere il valore finanziario aziendale riunito in un'unica priorità con le questioni *ESG*.

Appurata l'importanza di questo innovativo strumento, si valorizza la letteratura proposta con un'analisi empirica allo scopo di osservare l'effettivo comportamento delle aziende. Saranno, quindi, considerate le *call* di aziende italiane quotate in borsa al fine di valutare l'implementazione di processi innovativi derivanti da una strategia sostenibile. Le chiamate appaiono come il mezzo più idoneo per verificare l'attuazione di sistemi innovativi, che si riveleranno nelle trascrizioni degli incontri.

Capitolo 3°

ANALISI EMPIRICA

3.1 Introduzione

Le *conference call* sono il mezzo di *voluntary disclosure* adatto a soddisfare l'obiettivo dello *sviluppo sostenibile*. Tuttavia, è la *Sustainability conference call*, lo strumento informativo aggiuntivo alle *conference call* tradizionali sviluppato dall'unione della forza sociale con quella aziendale, che permette all'impresa di fornire agli operatori traduzioni finanziarie di operazioni di salvaguardia dell'ecosistema e di tutela dei diritti comunitari.

La letteratura è ricca di studi sull'utilità delle *conference call* come mezzo per ridurre il fenomeno dell'asimmetria informativa, dando pari vantaggio ai diretti investitori e ai restanti, migliorando la capacità previsionale del pubblico e riducendo il gap esistente tra manager e mercato. Rendendo, inoltre, accessibile a molti le informazioni aziendali grazie a *call* pubbliche, si amplia la presenza dell'azienda nella comunità permettendo una sua conoscenza capillare. Tuttavia, le indagini su *conference call* di tipo *Sustainability* sono inesistenti. Inoltre, sono pochi gli studi condotti per dimostrare l'interesse delle aziende a comunicare informazioni sostenibili. Uno dei pochi, condotto da Eccles e Serafeim nel 2013, aveva concluso evidenziando lo scarso interesse delle aziende a favore di questioni puramente finanziarie. Le tematiche di sostenibilità erano infatti limitate e nulli i riferimenti alla questione ambientale. Ciò aveva condotto gli autori ad elaborare due spiegazioni

possibili. In una prima visione, le aziende, soddisfacendo le esigenze degli investitori e non notando in loro alcun interesse, non espongono le tematiche *ESG* nonostante personalmente ne riconoscessero la rilevanza. In tal caso, la questione sarebbe riconducibile a un problema comunicativo, un'incapacità del management aziendale a catturare le esigenze informative degli operatori. Nella seconda visione, gli operatori interessati alla tematica sostenibile, pur accorgendosi della mancanza di informazioni extra-finanziarie non ne facevano richiesta convinti che l'omissione fosse dovuta al non interesse del manager. Secondo gli autori era necessario intervenire nel contenuto delle comunicazioni e indirizzarlo verso le questioni *sostenibili* per realizzare un mercato idoneo ad accogliere la *finanza stabile*. Anni dopo lo studio di Eccles e Serafeim viene ripreso dall'*UN Global Compact* e dalla collaborazione con l'*UN-Supported Principles for Responsible Investment (PRI)* è derivato il progetto cardine dell'innovazione comunicativa: l'*ESG Briefing Project*.

I problemi socioculturali-ambientali sempre più preoccupanti, come ad esempio la disparità dei sessi, la disoccupazione, le emissioni, l'inquinamento delle fonti idriche, lo sfruttamento del suolo e delle biodiversità, richiedono un'attenzione globale che ha senz'altro modificato la realtà studiata da Eccles e Serafeim. Si vuole, allora, verificare l'evoluzione della dinamica, in particolare, se le aziende sfruttano il potere comunicativo delle *conference call* per divulgare questioni socio-ambientali. Si vuole osservare la conformità della strategia divulgativa con quanto richiesto dal contesto. Poiché il mercato finanziario si sta adeguando all'evoluzione sociale, l'azienda che si crede di osservare è una che valorizza le tematiche extra-finanziarie quanto quelle finanziarie. Tuttavia, non essendoci una norma rigida che impone la divulgazione di notizie sostenibili, si ritiene probabile ottenere come risultato una limitata strategia comunicativa sostenibile.

3.2 Metodologia della ricerca

3.2.1 Struttura del dataset

La prova empirica è stata realizzata per testare l'ipotesi di ricerca, per osservare il comportamento dei manager e per offrire nuovi risultati che potrebbero confermare quanto in letteratura già era stato evidenziato. Per l'analisi, che sarà di tipo qualitativo, è stato scelto di dedicarsi al tessuto imprenditoriale italiano, dato che l'Italia rappresenta il Paese leader europeo per sostenibilità ambientale, concentrandosi su un ampio campione costituito da società italiane quotate in borsa. Per la scelta del settore è stata fatta un'iniziale considerazione: è stato scelto di incentrare l'analisi nei settori sensibili alle questioni sostenibili. Il vantaggio finanziario di cui possono godere le aziende con una comunicazione *sostenibile* è evidente, ma prima di osservare le aziende in generale, appare opportuno concentrarsi su quelle la cui attività impatta sull'ambiente, sull'ecosistema e sul benessere della società. Una volta appurato che già queste fanno propria la *comunicazione sostenibile*, si potrà allargare il campo d'indagine.

Si procede, dunque, definendo i settori d'interesse.

Tabella 2. Riassunto dei settori scelti per l'analisi.

Industry	<i>Super Sector</i>	Ambito di sostenibilità	<i>n. di aziende</i>
ALIMENTARE		Benessere dei consumatori, benessere degli animali e benessere dell'ambiente: i tre pilastri della sostenibilità alimentare. Da qualche anno molte piccole e medie imprese attive nel settore agroalimentare stanno promuovendo le loro idee innovative presentando e valorizzando le loro soluzioni come le migliori tra le innovazioni sostenibili.	n. 2

AUTOMOBILISTICO		L'innovazione tecnologica ha sicuramente incentivato e accelerato il processo sostenibile all'interno del settore dell'automotive, favorito dall'utilizzo dell'elettricità come fonte alternativa al petrolio, soluzione dal ridotto impatto ambientale.	n. 5
CHIMICO		Il settore chimico è eletto come quello più attento alle questioni <i>ESG</i> con uno spiccato interesse per l'ambiente. Operando in uno dei settori dal più alto rischio ambientale, le aziende chimiche, consapevoli di essere puntualmente osservate dalla comunità, hanno sviluppato un comportamento sostenibile il quale prevede, tra le diverse, un preciso processo di smaltimento dei rifiuti quali materiali pericolosi, emissioni di gas e scarico di acque dalla qualità pregiudicata.	n. 1
FARMACEUTICO		Anche il settore farmaceutico, asset strategico molto rilevante nel tessuto imprenditoriale italiano, si sta occupando attivamente di introdurre la sostenibilità nelle politiche aziendali. Per le case farmaceutiche si tratta di proteggere i pazienti con farmaci più "salutari", di aumentare la percentuale di dipendenti di sesso femminile a favore dei valori etici e morali per la parità dei sessi e di garantire loro il rispetto dei diritti umani. Quindi, la salute di cui si occupano le aziende farmaceutiche non è limitata al banale concetto di malattia ma dev'essere intesa come una salute che abbraccia gli ampi temi socioculturali e ambientali.	n. 3
MANIFATTURIERO	<i>Abbigliamento – Tessile</i>	L'industria della moda sta mostrando il suo forte impegno nel contenimento degli impatti ambientali causati dalle sostanze chimiche adoperate, nocive se scaricate nell'ambiente e pericolose se indossate dall'uomo: trasferendosi sulla pelle, il capo d'abbigliamento avrebbe im-	n. 4

		<p>portanti effetti dannosi nell'assorbimento cutaneo. Inoltre, va ricordato il recente impegno riassunto nel concetto "cruelty free" abbracciato da tutte le più grandi case di moda, uno slogan a dimostrazione del senso di responsabilità verso una comunità attenta all'ecosistema e al rispetto della specie animale, una politica che impone un importante cambiamento verso una moda moralmente sostenibile.</p> <p>Anche le aziende che fanno parte del settore tessile, riconosciuto per essere il 3° settore nazionale, sono sempre più attente nell'utilizzo di prodotti chimici per la realizzazione delle fibre tessili e all'ingente consumo di energia. Dai dati statistici emerge che tale fattore è responsabile per il 10% delle emissioni globali di gas serra.</p>	
PETROLCHIMICO	<i>Energetico</i>	Le nuove innovazioni tecnologiche stanno rivoluzionando il modo di fare business dell'industria energetica, la quale si sta indirizzando verso l'adozione di fonti rinnovabili per dimostrare l'impegno alla comunità a rispettare l'ambiente e a garantire le risorse per le generazioni future.	n. 4
	<i>Petrolifero</i>	Per ridurre i rischi ambientali nelle particolari fasi di estrazione e trasporto del petrolio, le aziende stanno maturando delle nuove tecniche a livello globale.	n. 3
	<i>Minerario</i>	Anche quello che appare essere un settore complesso e non sostenibile, sta ricercando nuove opportunità per incorporare tecnologie ed innovazioni alla sempre attuale sfida contro la tutela ambientale.	n. 2

PRODOTTI & SERVIZI INDUSTRIALI	<i>Aerospaziale</i>	Nella ricerca per assicurare gli utilizzatori di un alto livello di qualità da raggiungere mediante leghe e materiali leggeri che garantiscano alte prestazioni, le aziende dell'industria aerospaziale si impegnano nella riduzione di emissioni di CO ₂ .	n. 2
	<i>Metalmeccanico</i>	Dopo un periodo di flessioni, emerge chiaramente che al centro del futuro dell'industria metalmeccanica vi è l'innovazione sostenibile. Essendo la produzione metalmeccanica caratterizzata da rischi importanti, è necessario venga prestata un'adeguata attenzione all'utilizzo di risorse che preservano l'ecosistema, tanto dei centri urbani quanto delle zone rurali in cui sono situate le imprese. L'impegno viene dimostrato anche con la garanzia del posto di lavoro ai dipendenti, occupazione che aveva anch'essa registrato una contrazione come risposta ad un aumento dei lavoratori in cassa di integrazione.	n. 4
SERVIZI PUBBLICI	<i>Multiutility</i>	Nell'ampia categoria delle imprese multiservizi si fanno riferimento a quelle come Iren e Hera le quali portano un lampante esempio di cosa voglia dire essere socialmente responsabili, facendo proprio il concetto di sostenibilità come punto cardine del core business aziendale. A queste si dà il merito di aver fortemente ridotto lo spreco delle risorse idriche grazie a meticolose operazioni per un'efficace gestione del servizio idrico, contenuto le emissioni di gas serra e di aver adottato una diligente attenzione nell'attività di raccolta differenziata.	n. 3

TRASPORTI & LOGISTICA		La mobilità sostenibile non deve far pensare solamente al settore automobilistico, ma si tratta di un concetto a cui aderisce anche il settore dei trasporti. Si prevede una strategia che consenta di ridurre al minimo l'impatto ambientale, tanto nell'ambiente terrestre quanto in quello marino, massimizzando allo stesso tempo l'efficacia delle operazioni di trasporto con un minor costo in termini di tempo speso ed un maggior risparmio in termini monetari grazie all'uso di carburati più economici.	n. 2
--------------------------------------	--	---	------

Una volta decisi i settori che determinano il perimetro del campo d'indagine si procede selezionando le principali aziende di ciascun ambito.

3.2.2 *Definizione del campione e dell'oggetto del campione*

Al fine dell'analisi è stato realizzato un campione scegliendo 35 aziende italiane costruenti l'ampio paniere dell'indice FTSE MIB.

Prima di definire l'oggetto dell'campione sul quale è stata fatta l'analisi, si fa un breve excursus sulle singole aziende, traendo notizie dai siti web aziendali e da articoli della stampa, chiarendo perché sono state preferite queste.

A2A. “*Crediamo nell'importanza della sostenibilità da oltre 100 anni.*”: è la frase di apertura nell'homepage della impresa bresciana A2A, una delle prime aziende operanti nel settore energetico ad elaborare un'efficace politica sostenibile in linea con gli obiettivi presentati dall'Agenda ONU¹⁰ 2030. Tale strategia si poggia su quattro sfide che l'azienda intende vincere riassumibili nei termini di *Economia*

¹⁰ Organizzazione delle Nazioni Unite.

*circolare, Decarbonizzazione, Smart Solution e People Innovation*¹¹. L'azienda è fortemente convinta nell'approccio sostenibile che concilia le esigenze della comunità con la generazione di ricchezza, garantendosi un notevole vantaggio competitivo anche nel lungo periodo.

Acea. È recente il passaggio da “Stabile” a “Positivo” fatto dall'agenzia di rating londinese Standard Ethics¹² che ha permesso alla multiservizi Acea il raggiungimento del rating **EE** in termini di sostenibilità, posizionandola ad un passo dal podio. Ciò è stato reso possibile dallo sviluppo di strategie sostenibili in linea con le direttive espresse dall'ONU a cui la società ha dato seguito con operazioni volte a coprire tanto la *sostenibilità aziendale* quanto quella *ambientale e sociale*, grazie ad importanti investimenti per un ammontare di €1.7 miliardi, adoperati nel miglioramento del benessere aziendale oltre che nel sistema idrico, nella gestione dei rifiuti e nella produzione di fonti rinnovabili.

Amplifon. L'italiana Amplifon, nota per essere la leader mondiale nel settore degli apparecchi acustici e nel più ampio settore farmaceutico – health care, vantando un rating **E+**, si innalza come ambasciatrice di una nuova ecologica e sostenibile filosofia acustica attraverso la quale intende, simultaneamente, ridurre i pregiudizi promuovendo un cambiamento sociale e culturale e rendere più accessibili i propri strumenti, pensati ad hoc per ogni cliente. Non soltanto *sostenibilità ambientale*: l'azienda si muove professando un'*educazione sostenibile* nella speranza di vedere distrutte le barriere che isolano gli individui con problemi uditivi.

¹¹ a2a.eu. Per *Economia circolare* si intende la gestione ottimale delle risorse, intesi anche i rifiuti, durante tutte le fasi del ciclo di vita, dal riutilizzo allo smistamento, sotto un'ottica di valorizzazione e tutela della risorsa adoperata. Essendo processi che impattano nell'ambiente con il riversamento di emissioni, con la *decarbonizzazione* si vanno ad utilizzare fonti rinnovabili amiche di un'energia più pulita. *Smart Solution* e *People Innovation* danno spazio ai centri urbani garantendo il benessere del territorio e della comunità.

¹² standardethicsrating.eu.

Atlantia. La principale azienda del settore dei trasporti, nonostante chiuda il semestre con un conto negativo per €772 milioni per effetto Covid-19, si dice ancora fortemente intenzionata a portare avanti il piano *green*¹³ presentato nel gennaio 2019, consapevole che sarà questo intervento ad accelerare il processo rivoluzionario della società, che a fine agosto 2020 risulta essere in crescita secondo Piazza Affari.

Brembo. L'eccellenza mondiale nel settore metalmeccanico nel 2019 ha ottenuto una valutazione **A** sia nella categoria *Climate Change* sia nella *Water Security* nella classifica annuale stilata dall'organizzazione internazionale no-profit *CDP – Carbon Disclosure Project*¹⁴ per i risultati ottenuti nel 2018 come dimostrazione dell'impegno per la salvaguardia e la tutela delle risorse idriche. Nel 2020 l'azienda italiana non arretra ma ottiene un nuovo riconoscimento: nella categoria *Production Material* è premiata con l'ennesima first position dal gruppo tedesco *Daimler Supplier Award*¹⁵, attribuendole il primato come impresa sostenibile in grado di ridurre significativamente la produzione di CO₂. Il continuo impegno dimostrato dall'ambiziosa società, sempre più diligente nel processo sostenibile per confermarsi come azienda leader della *green economy*, ha fatto sì che il gruppo BNL le concedesse un cospicuo prestito da €300 milioni, le cui condizioni economiche migliorerebbero se la stessa raggiungesse prefissati obiettivi sostenibili.

Cnh Industrial. Al gruppo metalmeccanico italo-statunitense *Cnh Industrial* è stato attribuito anche quest'anno, come nei precedenti sei, il rating **AAA**, valutazione che le permette la qualifica di leader tra le aziende attive nello stesso settore

¹³ Firmato dal CEO R. Tomasi, il progetto "*Green Infrastructure e Smart Road*" prevede, oltre alla manutenzione delle autostrade, l'installazione di colonnine per facilitare la ricarica delle auto elettriche, la sostituzione delle lampadine con luci a led nelle gallerie e ai già presenti 165 pannelli fotovoltaici se ne aggiungeranno ulteriori 144.

¹⁴ [cdp.net](https://www.cdp.net).

¹⁵ La *Daimler Supplier Award* è un riconoscimento mediante il quale la società automobilistica tedesca intende valorizzare, e premiare, i suoi maggiori fornitori.

e le consente l'accesso all'indice *MSCI ESG Leaders Indexes*¹⁶. Un traguardo che non rappresenta una novità per la società ma una conferma. In effetti per nove anni consecutivi è stata nominata come guida del settore negli indici *Dow Jones Sustainability Indices World e Europe*¹⁷. Appare alquanto certo il futuro *verde* della società, la quale nel recente Bilancio di Sostenibilità 2019 ha riconfermato la ripartizione della strategia aziendale tra “*Carbon Footprint*”, “*Sicurezza sul lavoro*”, “*Life Cycle Thinking*” e “*People Engagement*”.

Diasorin. Sebbene ad aprile 2020 sia finita nel preciso mirino dell'agenzia Standard Ethics compromettendola con un rating **EE-**, la nota azienda farmaceutica Diasorin si dice ancora fortemente intenzionata a portare avanti la vocazione *sostenibile* che la rende attenta alle attività di valorizzazione dei dipendenti, non come forza lavoro ma come persone umane con bisogni e necessità oltre ad obblighi e doveri contrattuali. È importante per l'azienda migliorare la qualità di vita dei dipendenti e aumentare la personale consapevolezza sul ruolo assunto nel ciclo produttivo, enfatizzando la responsabilità del singolo. Gli esperti le riconoscono una rendicontazione in norma con gli standard internazionali, sancendo un processo coerente con gli obiettivi fissati dall'ONU, OCSE¹⁸ e UE. La causa del rating viene piuttosto attribuita ad una *sostenibilità di governance* da migliorare. Ciò nonostante si ritiene apprezzabile l'impegno dimostrato dalla leader della diagnostica, attivamente impegnata anche nel fronte della tutela e della salvaguardia dell'ambiente.

¹⁶ L'indice *MSCI ESG Leaders* è elaborato dalla società MSCI, agli esordi conosciuta come *Morgan Stanley Capital International* che ha poi acquisito la *Barra Inc.* La società effettua delle ricerche, le quali culminano nell'attribuzione di rating alle aziende-campioni oggetto dell'analisi sulla base dei dati osservati.

¹⁷ Il *DJSI World* e il *DJSI Europe* sono gli indici *Dow Jones* più prestigiosi in tema di sostenibilità. Nel paniere vengono collocate solamente quelle aziende ritenute essere tra le più esemplari in materia di prestazioni economiche, sociali e ambientali. Il carattere esclusivo dell'indice si può facilmente dedurre dal processo di selezione che, nel 2019, ha portato all'ammissione di solamente 11 aziende tra le 86 convocate per il *DJSI World*, mentre per il *DJSI Europe* 6 su 30.

¹⁸ Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico.

Edison. Dagli inizi del 2019, la società produttrice di energia elettrica e gas Edison collabora con il FAI¹⁹ e insieme hanno dato alla luce il progetto fautore di una *sostenibilità* che coinvolge il patrimonio artistico e quello storico del Bel Paese: attenzione agli sprechi, agli impatti negativi sull’ambiente e valorizzazione della cultura, tre attività per sostenere e rafforzare il territorio cercando di attrarre nuova ricchezza. Ma i progetti di cooperazione di Edison Energia non si fermano: si ricordano il percorso intrapreso con la Pubblica Amministrazione e la recente duplice operazione intrapresa con la BEI²⁰, che le ha riconosciuto un piano di investimento che apporterà nuove risorse per un ammontare di €450 milioni, €300 per il *Green Framework Loan*, un progetto di energia efficiente con fonti rinnovabili e €150 per il rifacimento di un impianto veneto.

Enav. Con una *Green Procurement* perfettamente sintonizzata con le linee guida sostenibili della *Green Policy Europa 2020*, l’azienda aerospaziale Enav da un lato porta in alto lo slogan “volare sicuri” a garanzia della sicurezza nei cieli, dall’altro innalza la filosofia di sicurezza dei cieli con il *Free Route*, rotte accuratamente tracciate per garantire la minor emissione di CO₂. Il loro contributo alla sfida green si sostanzia anche in una riduzione dei rifiuti, di risorse naturali a favore di un maggior dispendio di fonti rinnovabili. Tali procedure hanno concesso all’azienda la premiazione con il riconoscimento BBS – Biblioteca Bilancio Sociale 2019.

Enel. “Senza sostenibilità non c’è sviluppo”: è il pensiero di Tamburi, il direttore di Enel Italia e fermo sostenitore della necessaria collaborazione tra sviluppo economico e sviluppo sostenibile. L’azienda è consapevole che il cammino è ancora lungo per giungere ad una *società efficacemente green* e nel quotidiano prosegue

¹⁹ Fondo Ambiente Italiano.

²⁰ Banca Europea per gli Investimenti.

ad implementare operazioni sostenibili e a collaborare con organizzazioni internazionali, prima tra tutte Greenpeace, intesa scoppiata dopo anni di duelli a colpi di carbone.

Eni. Ispirata agli obiettivi dell'ONU, l'azienda che punta a diventare la leader della decarbonizzazione entro il 2050, ha elaborato una strategia nella quale le fonti rinnovabili giocano un ruolo focale in un'economia circolare che intende ridurre dell'80% l'emissione di gas serra. Si tratta di una sfida intenzionalmente separata dalle restanti, una distinzione che permette ad Eni di occuparsene accuratamente senza distrarsi dagli altri obiettivi sostenibili. Una scelta apprezzata dal *WBCSD - World Business Council for Sustainable Development* che le ha consentito l'ingresso nella classifica *Reporting matters*: in essa le aziende sono valutate sulla base delle performance sostenibili presentate nei report aziendali.

Falck Renewables. L'azienda pure player nel settore energetico con un piano d'azione sostenibile plurimo espresso nella "*Carta della Sostenibilità Falck Renewables*" concretizzato nel sostegno economico, sociale e ambientale, è considerata tra quelle aziende che non fanno della sostenibilità una mera teoria accantonandola ad ideale filosofico ma una vera e propria pratica strategica. Tale opinione è frutto di un consolidato e duraturo impegno da parte dell'azienda, che da anni ha riconvertito la produzione aziendale verso fonti rinnovabili, un processo quantificato con il raggiungimento nel 2019 di ben 9 obiettivi sui 17 stabiliti dall'ONU.

Ferrari. L'impegno *green* della famosa casa automobilistica modenese Ferrari è premiato da quasi un ventennio, da quanto nel 2001 gli stabilimenti di Maranello e di Modena, riconfermati poi nel 2016, sono stati qualificati con la sigla ISO 14001 per via di sistemi di gestione a norma con l'ambiente, a cui si aggiunse nel 2007

l'AIA²¹, la quale sancì l'effettiva attenzione dell'azienda alla prevenzione e alla riduzione dell'inquinamento. Con il supporto dei Fondi Europei regionali, Ferrari prosegue il programma di mobilità sostenibile, articolato in più punti, dalla realizzazione di nuove piattaforme per le Hypercar a motori dalle basse emissioni. Ma la responsabilità sostenibile della società appare anche dalla selezione dei fornitori: questi sono scelti non solamente sulla base dei prodotti competitivi, ma devono abbracciare precisi ideali etici, sociali e ambientali.

Fiat Chrysler Automobiles. L'italo-americana multinazionale FCA per la responsabilità costantemente dimostrata a supporto di una mobilità sostenibile garantita da un ampio catalogo di eco-veicoli e mezzi elettrici pensati come ostacolo al rapido cambiamento climatico, ha ottenuto all'inizio dell'anno corrente la valutazione **A**-dall'agenzia di rating CDP, un punteggio che l'innalza al di sopra di quanto mediamente fatto dal settore automobilistico. Risultati più che buoni anche quelli in riferimento al sistema idrico, rispetto al quale l'azienda riceve un punteggio **B**. La filosofia sostenibile del gruppo si estende anche ad una *sostenibilità umanizzata*, valorizzando i dipendenti e il loro operato. Si ricorda l'appartenenza dell'azienda all'indice STOXX ESG Impact²² e agli indici ECPI ESG Index, l'ECPI World ESG Equity e l'ECPI Euro Ethical Equity²³.

Fincantieri. Conosciuta per essere la maggior costruttrice navale, aderendo nel 2019 ai Sustainable Development Goals del Global Compact UN, l'azienda italiana diventa la prima costruttrice di navi da crociera ad adottare politiche allineate agli obiettivi di sviluppo sostenibile. Ma l'impegno nei confronti della sostenibilità si

²¹ autorizzazioneintegrataambientale.org. L'Autorizzazione Integrata Ambientale è una certificazione necessaria per l'esercizio di attività produttive dall'impatto rilevante sull'ambiente. Nell'allegato VIII alla parte seconda del D.Lgs. 152/06 sono indicate tutte le attività che necessitano di tale autorizzazione.

²² stox.com.

²³ ecpi-group.com.

afferma con più forza nel 2020. Infatti, con la firma del *Memorandum of Understanding*, Fincantieri ha dato il via ad un progetto, in accordo con l'azienda Saipem, per analizzare i fondali marini e collaborare nell'elaborazione di un piano comune articolato in operazioni di carattere tecnico ed economico. Si tratta di uno solo dei molteplici tasselli che costituiscono la strategia integrata dell'importante gruppo navale, con la quale intende conciliare la crescita delle performance aziendali nel lungo periodo per garantirsi una solidità futura con lo sviluppo sostenibile sociale ed ambientale.

Geox. Il percorso sostenibile di Geox pare affondi le sue radici nel 1995, anno in cui l'azienda è stata fondata. Non è posto a caso il nome della nota azienda d'abbigliamento veneta: **gèo-** deriva dal greco **γῆω-** ossia "terra", a cui si aggiunge **-x**, il richiamo alla "tecnologia". Ma se il nome può portare a pensare ad una *sostenibilità ambientale*, ci pensa il presidente Polegato a precisare che l'impegno sostenibile si completa anche in una *sostenibilità umana*. Questa è portavoce dei diritti imprescindibili dei lavoratori, che prima di tutto sono persone con bisogni ed esigenze. Lo spirito del gruppo non resta effimera filosofia di vita ma trova conferme nell'annuale riduzione delle emissioni, nell'uso di prodotti riciclati e nella produzione di prodotti riciclabili. Inoltre, all'inizio dell'anno l'azienda ha sottoscritto il "Fashion Pact", un patto che vede impegnate in una forma di collaborazione più di cinquanta aziende operanti nei settori tessili e dell'abbigliamento, riunite in nome della difesa dell'ambiente.

Hera. L'attenzione della società alle tematiche green l'ha ripagata con il riconoscimento a Luglio 2020 da parte dell'indice FTSE Russell, inserendola nel FTSE4Good Index Series, apprezzando l'approccio green adottato. Questo si fonde perfettamente con gli obiettivi finanziari della società promotrice di un'attenta economia circolare, che si sostanzia in un corretto utilizzo delle risorse per evitarne lo spreco. La multiutility Hera, posizionando la sostenibilità al centro della strategia

aziendale, risale nel podio dell'Integrated Governance Index 2020²⁴ per la finanza sostenibile. Per l'undicesima volta consecutiva, nel 2020 il gruppo è il Top Employer Institute. Quest'anno il riconoscimento è concesso per la centralità dei dipendenti, testimoniata dall'impegno a migliorarne il benessere nel luogo di lavoro e a svilupparne le competenze con attività di formazione. Nell'anno precedente, all'azienda si è attribuito il merito di essere campioni nella gestione efficace dell'energia. Senza proseguire elencando i numerosi riconoscimenti conquistati, si può facilmente comprendere l'importante impegno che muove la società.

Iren. Il piano strategico dell'impresa multiservizi Iren è sviluppato in modo che la crescita economica del gruppo avvenga di pari passo con la salvaguardia dell'ambiente e la tutela delle risorse, con una governance in linea con la mission sostenibile. La strategia sostenibile di Iren, pianificata per l'arco temporale 2018-2024, prevede investimenti per un ammontare di €2 miliardi adoperati per ridurre del 5% le perdite nel sistema idrico, per intensificare dell'8% la raccolta differenziata e per incrementare i contatori elettronici.

Italgas. Il primo operatore italiano per distribuzione di gas naturale e terzo a livello europeo, dal 2007 incluso negli indici FTSE4Good grazie alle azioni intraprese in tema *ESG* e dal 2018 portatore degli ideali proposti dal Global Compact UN, è costantemente al lavoro per migliorare l'integrazione delle tematiche sostenibili all'interno dell'attività produttiva. A conferma di tale impegno vi è la recente collaborazione stipulata tra Italgas e un Ateneo torinese per sviluppare progetti innovativi che permettono l'utilizzo di gas rinnovabili nelle reti già presenti e la conversione dell'energia elettrica eccedente.

²⁴ L'IGI – Integrated Governance Index, sviluppato dal progetto EticaNews la cui paternità si attribuisce ad un gruppo di giornalisti e professionisti, è un indice che si prefigge il compito di valutare quantitativamente il grado di integrazione delle tematiche ESG nella strategia dell'azienda.

La Doria. Per il gruppo La Doria la tutela dell'ambiente non si effettua solamente come risposta ad un obbligo normativo, ma si attua prima di tutto in nome della filosofia aziendale. Essendo la terra l'elemento decisivo all'interno del ciclo produttivo, è necessario farne dell'attenzione all'ecosistema un compito quotidiano. Per l'azienda ciò significa analizzare i processi produttivi per ricercare eventuali sprechi, mitigare i consumi energetici e le fonti inquinanti, predisporre un recupero dei rifiuti per garantire la qualità dell'operato.

Leonardo. Nel piano industriale dell'italiana azienda aerospaziale Leonardo vi è una particolare attenzione alla sostenibilità economica, ambientale e sociale. La Leonardo, leader nella categoria "*Aerospace & Defence*" negli indici *Dow Jones Sustainability Indices*, all'interno dei quali fa presenza decennale, sa quanto è necessario possedere una strategia responsabile per soddisfare obiettivi di performance. Il successo dell'azienda è reso possibile dalla tecnologia: con le innovazioni riesce a servirsi del 40% in meno di combustibile, limitando significativamente le emissioni.

M. Z. B. Group. Il Massimo Zanetti Beverage Group, con una presenza mondiale la rende leader di settore, oltre ad aver chiuso il 2019 con crescenti risultati dovuti a recenti prodotti sostenibili, ha ottenuto importanti riconoscimenti. Lo scalino più alto nel podio francese dei prodotti dell'anno 2019, il premio *Certified Organic Non-Alcoholic Beverage* grazie al primo caffè biologico certificato australiano e l'attestazione NO-OGM della piantagione hawaiana, con la quale si distingue per le politiche agricole, sono solo alcuni dei successi ottenuti. Ciò le è stato possibile grazie alla dedizione nel preservare l'ambiente e con un'economia circolare, che prevede il riutilizzo dell'energia per ridurre le emissioni. La prossima sfida dell'azienda è di realizzare confezioni al 100% riciclabili.

Maire Tecnimont. Nell'ideologia che ha portato alla nascita l'azienda del settore metalmeccanico Maire Tecnimont, vi è la costante ricerca a tutelare l'ambiente,

prevenendo e mitigando gli impatti dell'attività aziendale. Per via della politica *green* l'azienda è riconosciuta come *HSE-driven*, dove l'acronimo ricorda i temi della salute, della sicurezza e dell'ambiente, *Health, Safety & Environment*. Consapevole che per perseguire gli obiettivi sostenibili deve poter contare anche sui fornitori, a questi fissa come prerequisito relazionale il superamento di standard di qualità e di sostenibilità, selezionandoli sulla base dei loro risultati analizzati in ottica *ESG*.

OVS. Quella presentata dalla padovana OVS è una moda *green* a 360°, dove la filosofia sostenibile si diffonde in ogni fase della catena produttiva, dal materiale utilizzato per il confezionamento dei prodotti ai negozi. Con il Sustainability Team, l'azienda è stata in grado di anticipare i requisiti normativi, presentando il Bilancio di Sostenibilità un anno prima. Se nel 2018 era il 70% di quello usato il cotone riciclato, quello organico e quello proveniente da piantagioni BCI²⁵, l'azienda spera di chiudere l'anno con il totale compimento del processo *#wecare* intrapreso nel 2016, ottenendo un risparmio complessivo di 14 miliardi di litri d'acqua, oltre ad una notevole riduzione delle emissioni e ad un minor inquinamento delle falde acquifere causato dai pesticidi. L'impegno della casa d'abbigliamento prosegue quest'anno con una collezione nata dalla collaborazione con National Geographic che al cotone aggiunge nylon e poliestere ottenuti da plastica riciclata.

Piaggio. Dopo aver ricevuto nel 2019 un finanziamento pari a €70 milioni dalla BEI a sostegno dell'attività di R&S per implementare nel processo produttivo soluzioni innovative, quest'anno l'azienda italiana Piaggio ne ha ottenuto uno per un ammontare di €60 milioni dalla Banca Monte dei Paschi di Siena e dalla Cassa Depositi e Prestiti: è alquanto apprezzato l'impegno dell'azienda nella continua ricerca ad innovarsi per allinearsi alle esigenze di un mondo sostenibile. Ai suoi utilizzatori offre mezzi di elevata sicurezza, una tutela non limitata ai consumatori ma

²⁵ Better Cotton Initiative.

che si estende alla comunità, alla quale vuole garantire una bassa emissione di gas serra.

Pirelli. Tra le aziende fondatrici della task force dell'UN Global Compact e l'unica tra le 100 dell'indice Global Compact 100 ad operare nel settore automobilistico per la produzione degli pneumatici, la Pirelli è distinta come la più partecipe all'iniziativa sostenibile dell'ONU. La fiducia dell'organizzazione risale al lontano 2004 anno in cui, convinta della necessaria cooperazione tra crescita economica e sviluppo sostenibile, è entrata a far parte del GC Lead. Pirelli vanta, inoltre, la posizione di leadership nell'*Dow Jones Sustainability Index* per il settore "*Auto Components*" e ogni anno i prodotti green, frutto di una strategia che entro il 2030 si attende essere *Carbon Neutrality*, sono sempre più apprezzati dal mercato a testimonianza dei citati riconoscimenti ottenuti.

Recordati. Nemmeno il settore farmaceutico può prescindere alle sfide in tema di sviluppo sostenibile. L'azienda Recordati si è impegnata a congiungere la strategia produttiva con le attività a supporto della *CSR*. L'impegno è quantificato, nel solo 2018, con donazioni per €2 milioni, dei quali 657 per l'Ospedale dei Bambini Buzzi. L'attenzione della nota casa farmaceutica non si sostanzia nella sola sostenibilità ambientale ma significativi i programmi per la comunità. Per i propri dipendenti è costante la ricerca nel migliorarne la qualità lavorativa e per i cittadini l'azienda analizza dettagliatamente i farmaci per garantire sicurezza ai pazienti. Inoltre, con la *Recordati Rare Diseases Foundation d'Entreprise*, l'azienda intende ampliare la conoscenza delle malattie rare.

Saipem. Con un investimento pari a €79 milioni in nuove tecnologie, già nel 2019 Saipem aveva annunciato un importante processo innovativo per aprirsi la strada ad un futuro *green*. Quest'anno, la teorizzata innovazione verde ha iniziato ad assumere forma. Il 4 agosto ha firmato con Fincantieri il *memorandum d'intesa*, ponendo le basi per un'alleanza nei fondali marini per un utilizzo che preservi il loro

mantenimento. L'operazione ha rafforzato l'opinione generale della società petrolifera, apprezzata, grazie alle performance ESG, come leader sia del settore e sia del contesto italiano, qualifica che trova conferma nell'inserimento della stessa negli FTSE4Good Index Series²⁶. Il riconoscimento ha avuto seguito con gli indici Europe 120 e Eurozone 120²⁷, apprezzamento che la porta nel podio delle migliori aziende europee attive nella sfida verso lo sviluppo *green*.

Salvatore Ferragamo. È notizia recente che con un'attività aziendale che ha contribuito all'85% all'obiettivo n. 3 dei SDGs dell'UN il “*Good Health and Well-being*”, all'88% per il n. 5 “*Gender Equality*”, all'89% per il n. 8 “*Decent Work and Economic Growth*”, all'94% per il n. 9 “*Industry, Innovation and Infrastructure*” e all'80% per il n. 12 “*Responsible Consumption and Production*”, l'importante casa di moda italiana ha ottenuto il certificato Silver SI Rating²⁸. Non stupisce che il notevole risultato sia stato conferito alla Salvatore Ferragamo. L'azienda è da anni fortemente attenta al rispetto dei temi cari alla sostenibilità e la si può ritenere in anticipo rispetto ai requisiti normativi che ad oggi incitano le aziende di tutto il mondo ad omologarsi ai SDG.

Saras. La leader nel settore petrolifero Saras ritiene di possedere la sostenibilità, intesa soprattutto nelle forme di sicurezza e salute dell'ambiente, nel DNA aziendale, stimulate e coltivate con un Sistema di Gestione Integrato. Il Sistema riassume un Sistema di Gestione Ambientale certificato ISO 14001 ed un Sistema di Gestione della Sicurezza, con la certificazione OHSAS 18001, che consente all'azienda di affiancare alla produzione e distribuzione del petrolio anche l'energia elettrica. Si riportano anche importanti investimenti nelle fonti rinnovabili. Tuttavia, è limitante

²⁶ ftserussell.com. I FTSE4Good Index Series sono un insieme di indici progettati dall'indice globale FTSE Russell per misurare le performance delle società in tema ESG.

²⁷ vigeo-eiris.com Gli indici Euronext Video Eiris sono composti da un diverso numero di società, classificate in base alla valutazione attribuita in termini ESG.

²⁸ sirating.com. Lo strumento permette alle aziende di monitorare il contributo della propria attività aziendale agli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU.

trattare solo l'ideologia sostenibile. Si cita il progetto "Street Art 4.0 #diamociuna-MoSSa"²⁹ con il quale ha voluto sensibilizzare gli studenti di quattro scuole, per diffondere in loro una nuova cultura di mobilità sostenibile.

Snam. La principale azienda di infrastrutture energetiche mondiale Snam, dopo essere stata posizionata 110ma nella classifica mondiale stilata nel 2019 che riunisce le migliori società in cui lavorare e seconda nella classifica nazionale, alla strategia sostenibile elaborata ha dato seguito con un Protocollo d'Intesa con l'informatica Microsoft. Il protocollo esprime l'obiettivo di rendere più efficiente il consumo energetico dando vita a strumenti da impiegare nella gestione delle reti energetiche, che sfruttino delle particolari intelligenze artificiali. Ciò permetterebbe all'azienda Snam una gestione più sicura da quantificare con una riduzione del 40% entro il 2025 del metano ed entro il 2030 della CO₂. Inoltre, concorrerebbe a rendere più semplice l'utilizzo di nuove fonti come il biometano e l'idrogeno. La società sta aumentando l'uso del gas naturale seguendo un percorso per la decarbonizzazione. È, inoltre, ambasciatrice di una filosofia aziendale permeata nell'innovazione tecnologica.

Sogefi. Il fornitore leader del settore dell'automotive è impegnato a soddisfare le richieste sociali e le esigenze normative. Operante dal 1980, Sogefi elabora una strategia aziendale per perseguire una mobilità sostenibile con prodotti dall'elevata connotazione tecnologica. Sfruttando l'ampia conoscenza tecnologica, la società ha realizzato nel 2019 il primo filtro per carburante in plastica 100% riciclata in grado di ridurre fino al 32% l'emissione di CO₂, un prodotto che le ha permesso di ottenere il riconoscimento *International Grands Prix Automotive Innovation* nella categoria "Original Equipment".

²⁹ Il progetto "Street Art 4.0 #diamociunaMoSSa" prevede il riadattamento delle navette a disposizione dei dipendenti con l'inserimento di pannelli fotovoltaici sul tettuccio, la cui elettricità prodotta alimenta dei sistemi elettroidraulici di alcuni sistemi di bordo e la sostituzione del carburante con un combustibile dalle basse emissioni, A20.

Sol. La *green economy* avviata dal gruppo chimico Sol racconta una strategia aziendale in linea con le aspettative della comunità e degli stakeholder. Intende conciliare la creazione di valore con la salvaguardia dell'ambiente e con la tutela del benessere dei dipendenti.

Tenaris. Nonostante agli inizi del 2020 la Standard Ethics abbia declassato ad un rating **E** da un **E+** per via della governance aziendale non del tutto allineata ai principi sostenibili e ad una politica di gestione di rischi ESG da migliorare, l'anno è proseguito con importanti riconoscenze. Salita per il terzo anno consecutivo al primo posto del podio del Steel Sustainability Champions Programme³⁰, l'azienda Tenaris è qualificata come primatista per l'adozione di attività aziendali che le hanno consentito la riduzione del 2% delle emissioni di CO₂ e dell'18% lo spreco delle risorse idriche.

Tod's. Per Tod's la sostenibilità rappresenta da sempre il valore portante del *modus operandi* aziendale, una dedizione nei confronti dell'ambiente ed un dovere etico e morale per la comunità, un impegno concretizzato nel rapporto con i propri dipendenti. Si ricorda la partecipazione del gruppo al restauro del Colosseo, evento simbolo di una volontà aziendale a sostenere e valorizzare il Patrimonio culturale.

Per testare l'ipotesi di partenza riguardante l'evoluzione della strategia comunicativa, è stato fissato come oggetto dell'analisi le trascrizioni delle *conference call*. Le trascrizioni recuperate per ciascuna azienda del campione sono relative alla finestra temporale 1° gennaio 2015 – 31 giugno 2020: si hanno a disposizione 508

³⁰ Il programma nasce dall'associazione no-profit World Steel Association, una delle più grandi associazioni industriali i cui membri rappresentano l'85% dei produttori mondiali di acciaio. Il programma *Steel Sustainability Champions Programme* è nato dalla necessità di dimostrare l'interesse del settore siderurgico allo sviluppo sostenibile e per indirizzare le aziende del settore ad aumentare il proprio impegno.

transcript di *conference call*. Poiché solamente le *conference call* più recenti sono presenti nei siti delle aziende, si è fatto affidamento al database *Nexis Uni – LexisNexis Academic*³¹. Di seguito si riporta uno schema riassuntivo.

Tabella 3. Riassunto delle aziende analizzate.

Azienda	Settore	n.	data
A2A	<i>Energetico</i>	13	2017Q1 - 2020Q2 (manca 2015 e 2016)
Acea	<i>Multiutility</i>	10	2017Q1 - 2019Q4 (manca 2015 - 2016 e 2020)
Amplifon	<i>Farmaceutico</i>	17	2016Q1 - 2020Q2 (manca 2015)
Atlantia	<i>Trasporti & Logistica</i>	5	2016Q4 - 2019Q4 (manca 2015 e 2020)
Brembo	<i>Metalmeccanico</i>	1	2015Q2 (manca 2016 – 2020)
Cnh Industrial	<i>Metalmeccanico</i>	22	2015Q1 - 2020Q2
Diasorin	<i>Farmaceutico</i>	21	2015Q2 - 2020Q2
Edison	<i>Energetico</i>	1	2020Q2 (manca 2015 – 2019)
Enav	<i>Aerospaziale</i>	6	2018Q1 - 2020Q1 (manca 2015 – 2017)
Enel	<i>Minerario</i>	20	2015Q1 - 2020Q2
Eni	<i>Petrolifero</i>	45	2015Q2 - 2020Q2
Falck Renewables	<i>Energetico</i>	12	2017Q1 - 2020Q2 (manca 2015 – 2016)
Ferrari	<i>Automobilistico</i>	20	2015Q3 - 2020Q2

³¹ *Nexis Uni*, la nuova versione di *LexisNexis Academic*, è una banca dati nella quale si ritrovano più di 15.000 documenti in materia giuridica e finanziaria e oltre un migliaio di notizie full-text in diverse lingue su aggiornamenti riguardanti imprese per un totale di 13 milioni. Tra questi si trovano documenti aziendali come le trascrizioni di comunicazioni, notizie economiche e finanziarie, rapporti di settore ed eventuali revisioni legali. Il database da inoltre l'accesso ad articoli di riviste e giornali sia locali sia nazionali.

Fiat Chrysler Automobiles	<i>Automobilistico</i>	22	2015Q1 - 2019Q4 (manca 2020)
Fincantieri	<i>Metalmeccanico</i>	22	2015Q1 - 2020Q2
Geox	<i>Abbigliamento - Tessile</i>	20	2015Q1 - 2020Q1
Hera	<i>Multiutility</i>	12	2017Q1 - 2020Q2 (manca 2015 - 2016)
Iren	<i>Multiutility</i>	13	2017Q1 - 2020Q2 (manca 2015 - 2016)
Italgas	<i>Trasporti & Logistica</i>	13	2017Q1 - 2020Q2 (manca 2015 - 2016)
La Doria	<i>Alimentare</i>	1	2017Q3 (manca 2015 - 2016 e 2018 - 2020)
Leonardo	<i>Aerospaziale</i>	16	2016Q1 - 2020Q2 (manca 2015)
M. Z. B. Group	<i>Alimentare</i>	20	2015Q2 - 2020Q2
Maire Tecnimont	<i>Metalmeccanico</i>	12	2017Q1 - 2020Q2 (manca 2015 - 2016)
OVS	<i>Abbigliamento - Tessile</i>	12	2017Q1 - 2020Q1 (manca 2015 - 2016)
Piaggio	<i>Automobilistico</i>	14	2017Q1 - 2020Q1 (manca 2015 - 2016)
Pirelli	<i>Automobilistico</i>	11	2015Q1 - 2020Q2
Recordati	<i>Farmaceutico</i>	21	2015Q1 - 2020Q2
Saipem	<i>Petrolifero</i>	21	2015Q1 - 2020Q2
Salvatore Ferragamo	<i>Abbigliamento - Tessile</i>	1	2016Q3 (manca 2015 e 2017 - 2020)
Saras	<i>Petrolifero</i>	12	2016Q1 - 2020Q2 manca 2015
Snam	<i>Minerario</i>	25	2015Q1 - 2020Q2
Sogefi	<i>Automobilistico</i>	13	2017Q1 - 2020Q2 manca 2015 - 2016
Sol	<i>Chimico</i>	1	2017Q3

			(manca 2015 - 2016 e 2018 - 2020)
Tenaris	<i>Energetico</i>	22	2015Q1 - 2020Q2
Tod's	<i>Abbigliamento - Tessile</i>	11	2015Q1 - 2018Q1 (manca 2018Q2-Q4 - 2020)

3.2.3 Elaborazione dello schema di codifica dei transcript

Per procedere all'analisi empirica si è dovuto realizzare uno schema di lettura per la codifica delle *conference call* che contenesse un ampio elenco di parole chiave e termini riguardanti la *sostenibilità* e riconducibili alle tematiche ambientali, economiche e di governance. Affiancano i cluster legati alla sostenibilità, e dunque **“Sustainability”**, **“Environmental”**, **“Social”** e **“Governance”**, le categorie **“Corporate”**, nella quale si riassumono termini e/o concetti legati all'azienda, quella **“Investment”**, dalla quale ci si aspetta un andamento costante nel tempo, e quella **“Innovation”**.

Di seguito si riporta una parte della tabella realizzata a fine esemplificativo (*Tabella 4*). Si potrà consultare l'elenco esaustivo in [Appendice](#).

Le parole dei cluster sono state personalmente conteggiate, e quindi convertite in numeri, e per ottenere tali risultati è stato fatto affidamento ad un processo manuale. Si è preferito affidarsi ad un sistema manuale piuttosto all'utilizzo di un software apposito poiché si ritiene che con una precisa lettura si evitino errori di conteggio dei termini e/o concetti. Il software, infatti, porterebbe a numerizzare qualsiasi parola presente nello schema di codifica con una procedura oggettiva. La mancata soggettività in questa tipologia di analisi condurrebbe ad uno studio superficiale, peccando di precisione. Dunque, termini e/o concetti sono stati conteggiati sulla base di valutazioni soggettive: le parole incluse rappresentano il fulcro della frase e non un termine marginale.

La tabella riporta i termini e i concetti clusterizzati per categoria, conteggiati prima rispetto al totale delle citazioni contate e poi rispetto alle aziende che le hanno adoperate. Nell'analisi si è, inoltre, voluta considerare la tipologia dell'informazione, distinguendone la natura positiva (*P*) da quella negativa (*NEG*) e neutra (*ND*). Poiché in alcuni casi vi era una doppia natura, è stata introdotta anche la tipologia varia (*V*).

Tabella 4. Elenco sintetico dello schema di codifica dei transcript.

Ambito di sostenibilità	Termine cercato	Tone	Numerosità della citazione	n. di aziende sul campione (35)
SUSTAINABILITY	Carbon Disclosure Project	ND	2	1
	Dow Jones Sustainability Indices	P	4	2
	economically sustainable	P	3	3
	ESG	ND	2	2
	sustainability	P	35	16
	sustainability program	P	10	7
	sustainable	P	20	7
	sustainable business	P	12	7
	Sustainable Development Goal	P	10	3
	sustainable investment	P	7	5
	sustainable performance	P	12	6
ENVIRONMENTAL	biomethane	V: P - NEG	12	1
	CO2	V: P - NEG	87	14
	CO2 emission	P	38	14
	decarbonization	P	29	6
	deepwater project	P	22	3
	electrical vehicle	P	23	7
	environment	ND	69	14
	green certificates	P	123	5
	green energy	P	5	2
	hybridization	P	1	1
	hydroelectricity	ND	1	1

	hydrogen	P	106	11
	natural resource	P	21	5
	norenwable	ND	0	0
	recycled cotton	P	1	1
	recycling	P	46	7
	renewable	P	207	9
	temperature effect	NEG	33	11
	waste	V: P - ND	64	8
	water cycle	ND	18	3
SOCIAL	existing territories	ND	1	1
	human resource	P	3	3
	mobility	P	8	2
	responsibility	P	2	1
	smart mobility	P	16	4
	smart service	P	2	2
GOVERNANCE	antitrust	ND	13	7
	antitrust authority	ND	11	7
	authority	V: P - NEG	35	9
	authorization	V: P - NEG	40	9
	European Transparency Di- rective	P	2	1
	legislative change	ND	1	1
	local authority	V: P - NEG	14	7
	local government	V: P - NEG	18	8
	region government	V: P - NEG	1	1
	regional law	V: P - NEG	5	2
	regulation	ND	80	13
	risk	P	26	13
	risk hedging strategy	P	20	7
INNOVATION	digital innovation	P	5	4
	innovation	P	52	18
	new technology deve- lopment	ND	25	13
	sustainable hydrogen tech- nology	P	1	1
	technology innovation	ND	23	11

INVESTMENT	energy renewable project	P	5	1
	financial investment	P	23	5
	future project	P	2	1
	investment	V: P - ND	879	33
	new investment	ND	34	12
	new project	ND	50	15
	potential guidelines	ND	1	1
	project	ND	536	29
CORPORATE	client	P	353	20
ACTOR	community	V: P - ND	5	4
	consumer	P	57	12
	customer	P	929	32
	customer experience	P	11	2
	customer service	P	2	2
	customer-centric	P	12	5
	employee	P	145	25
	solid and sustainable relation	P	1	1
	traditional markets	ND	3	3
	ECONOMY	circular economy	P	59	9
economic growth		P	4	3
financial performance		P	5	5
financial asset value		ND	3	2
financial growth		V: P - ND	44	12
financial highlight		ND	108	21
financial position		P	381	29
organic growth		P	383	20

Fonte: Elaborazione personale.

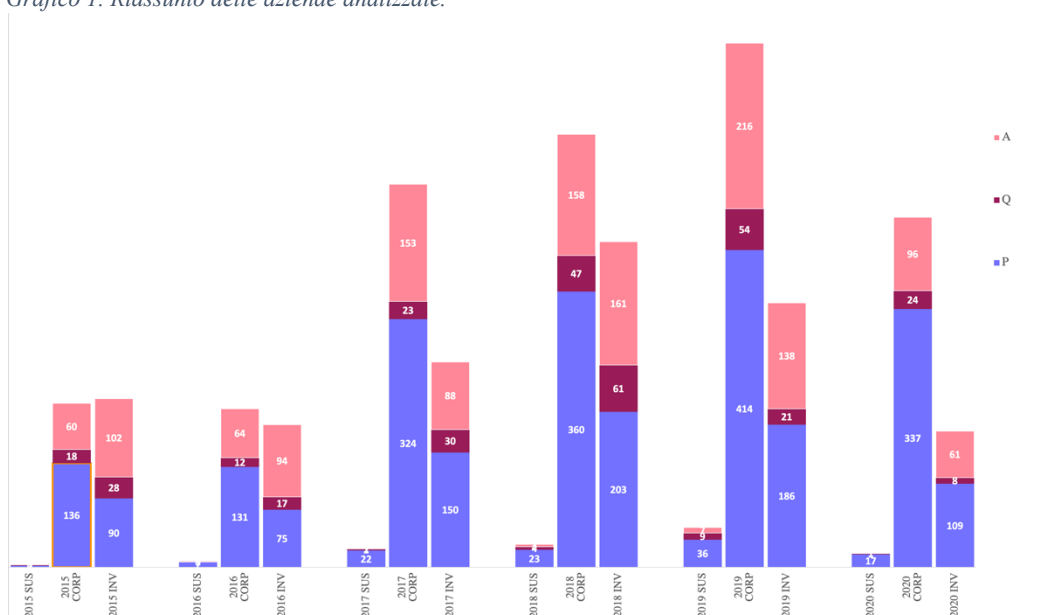
3.3 Prima analisi: *evoluzione della comunicazione*

La costruzione dello schema di lettura del contenuto delle *conference call* ha permesso la traduzione in dati quantitativi di variabili qualitative, le parole. Con il conteggio manuale di queste, le informazioni finanziarie ed extra-finanziarie sono state

rese dei numeri. Questo ha permesso lo svolgimento di un'analisi qualitativa per studiare l'evoluzione del contenuto e per descrivere in termini percentuali l'apporto di ogni categoria. L'obiettivo del presente studio è analizzare la strategia divulgativa implementata dal campione realizzato, per osservare l'effettivo impegno delle aziende con la divulgazione di informazioni extra-finanziarie.

Con l'analisi qualitativa si elaborano dei dati numerici per fornire un quadro di sintesi circa l'evoluzione della strategia comunicativa nella finestra temporale 2015 – Q2 2020. In apertura del capitolo sono stati citati gli studi di Eccles e Serafeim ed è dalle scoperte degli studiosi che si vuole dare inizio all'analisi. Questi avevano dedotto, già nel 2013, uno scarso interesse da parte del management aziendale per le informazioni extra-finanziarie e, a distanza di qualche anno, si vuole osservare se c'è stata un'evoluzione coerente con le filosofie *green* promulgate dalle aziende considerate, per escludere si tratti di una sola strategia di marketing. Per far luce su ciò si effettua un'analisi grafica, con la quale si ha un'immediata lettura evolutiva della divulgazione informativa.

Grafico 1. Riassunto delle aziende analizzate.



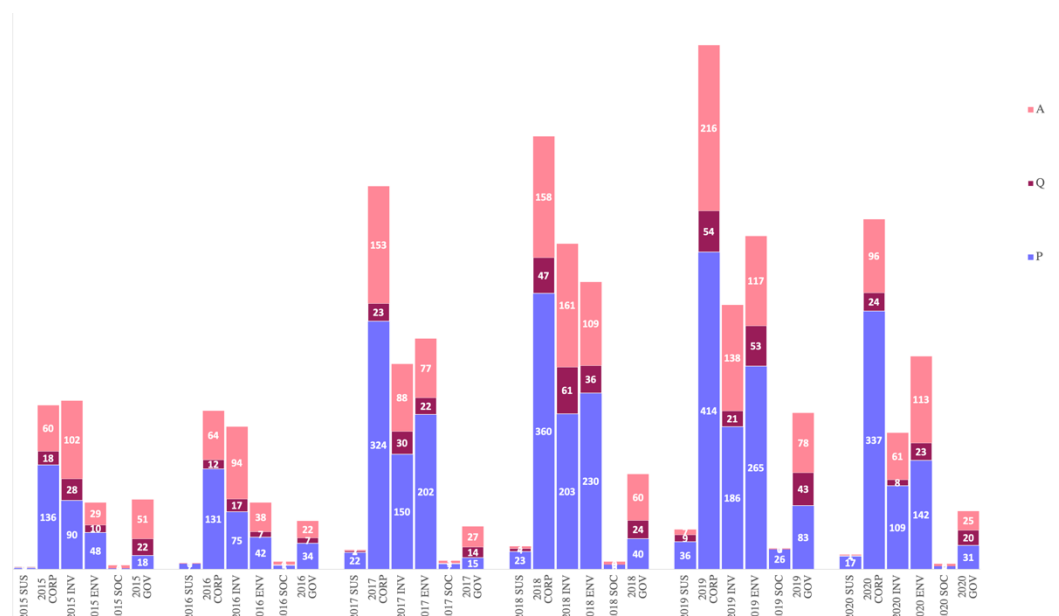
Fonte: Elaborazione personale.

Il *Grafico 1* esprime l'evoluzione delle informazioni divulgate, prendendo in considerazione la categoria **“Sustainability”** e quella **“Corporate”**. È stata, inoltre, aggiunta la variabile **“Investment”** che ha avuto un comportamento pressoché costante in tutta l'analisi. L'indagine mostra un contenuto aumento per la variabile **“Sustainability”**, che tuttavia resta notevolmente inferiore rispetto alla categoria **“Corporate”**. Per l'ultimo anno analizzato va considerato che si possiedono dati per il solo primo semestre: qualora il trend si mantenesse costante anche nel secondo periodo la valutazione fatta sarebbe confermata.

Ai fini di una maggior precisione, i dati sono stati ulteriormente suddivisi nelle sottocategorie **“P”**, **“Q”** e **“A”** per comprendere come si comportano management aziendale ed analisti finanziari dinnanzi le notizie extra-finanziarie: in particolare, si vogliono distinguere quelle notizie presentate dal manager nella fase iniziale della *conference call* da quelle risalenti alla *Question & Answer session* ed avere un'ulteriore distinzione tra quelle rilevabili nelle domande degli analisti e quelle nelle risposte. Si evince la netta superiorità dell'apporto dato dalla fase di presentazione rispetto alla *Q&A session*. Da tale comportamento si desume una generale volontà da parte dell'azienda ad effettuare *call* dall'apporto informativo completo ed esauritivo.

Si procede scendendo di specificità e si aggiungono all'analisi termini legati all'ampio concetto *ESG*: **“Environmental”**, **“Social”** e **“Governance”**. Se ne osserva l'andamento evolutivo.

Grafico 2. Riassunto delle aziende analizzate.



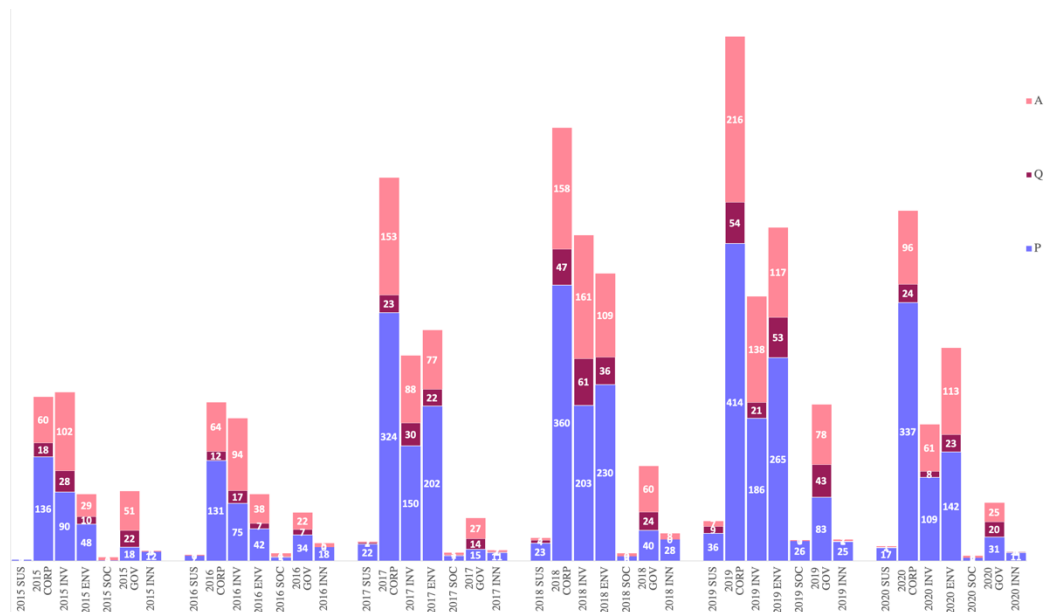
Fonte: Elaborazione personale.

Con il *Grafico 2* si osserva che, pur rendendo l'indagine più precisa, la componente "Corporate" resta l'argomento maggiormente comunicato durante le *conference call*. Alquanto limitata è, invece, la diffusione di temi riguardanti la società: si veda la variabile "Society", il cui livello di divulgazione è evidentemente circoscritto. Per quanto riguarda, invece, la variabile "Governance" si sottolinea un andamento oscillante. Tale comportamento potrebbe essere stato influenzato da episodi governativi significativi accaduti negli anni considerati.

Anche dinanzi tale grafico risulta palese la marginale divulgazione di notizie durante la *Q&A session*, portandoci a dedurre una strategia comunicativa aziendale che dettagliatamente risponde alle richieste informative degli operatori del mercato.

La comunicazione finanziaria sostenibile è in mano alla nascente *Social Innovation*, che con nuove idee e tecnologie innovative permette all'azienda di soddisfare simultaneamente esigenze sociali e ambientali e di creare nuove relazioni con il mercato finanziario. Noto ciò, si va ad ampliare l'indagine grafica con l'inserimento della variabile "**Innovation**".

Grafico 3. Riassunto delle aziende analizzate.



Fonte: Elaborazione personale.

Lo sviluppo dell'innovazione come driver focale per le sfide socio-ambientali è alquanto recente e ciò ne determina limitati dati. La componente informativa *innovation* resta, infatti, per tutto l'arco temporale analizzato significativamente bassa. Dall'immagine complessiva che ne scaturisce è evidente la preponderante componente di informazioni "Corporate", dimostrando l'interesse verso notizie finanziarie e strettamente connesse all'azienda.

Dall'analisi svolta è emersa una sostenibilità fortemente legata al core business aziendale. Imprese la cui produzione presuppone l'utilizzo massivo di fonti energetiche, fonti idriche e fonti fossili dalla pesante emissione di CO₂, sono più attente ad una comunicazione riguardante operazioni "Environmental" (*Grafico 4* e *Grafico 5*). Dall'altra parte, vi sono aziende la cui discriminante di spicco è la governance e di questo aspetto ne trattano con più incidenza (*Grafico 6*).

Gráfico 4. Evoluzione nel settore Petrolchimico delle variabili “Sustainability”, “Environmental”, “Social”, “Governance”, “Innovation”, “Corporate” e “Investment”.

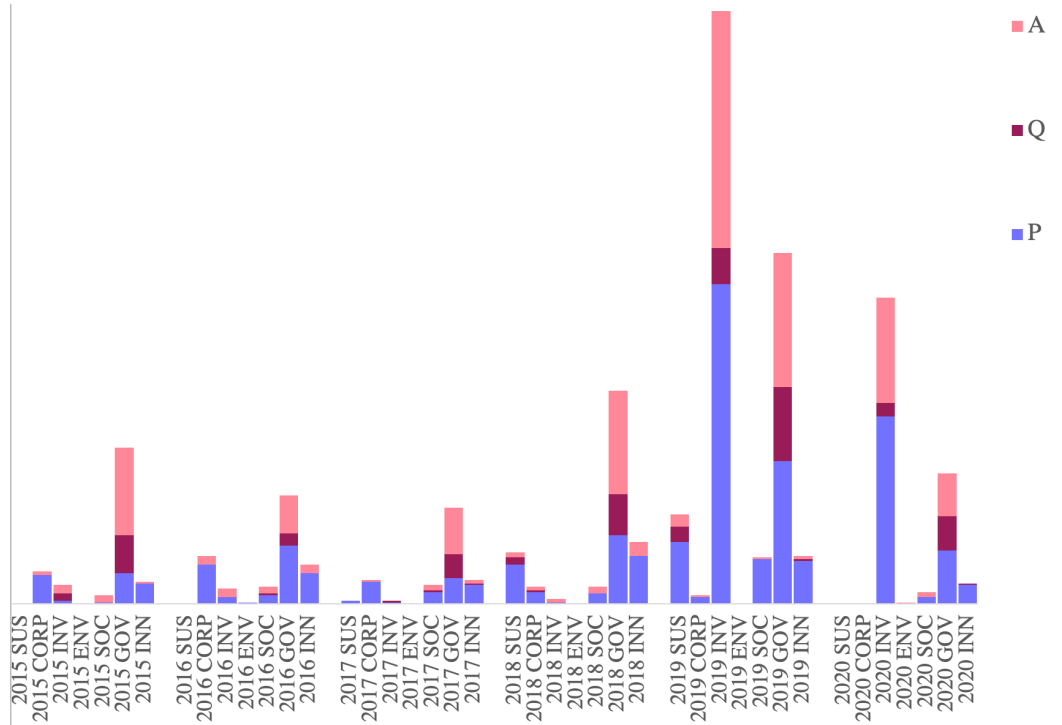


Gráfico 5. Evoluzione nel settore Petrolchimico delle variabili “Sustainability”, “Environmental”, “Social”, “Governance”, “Innovation”, “Corporate” e “Investment”.

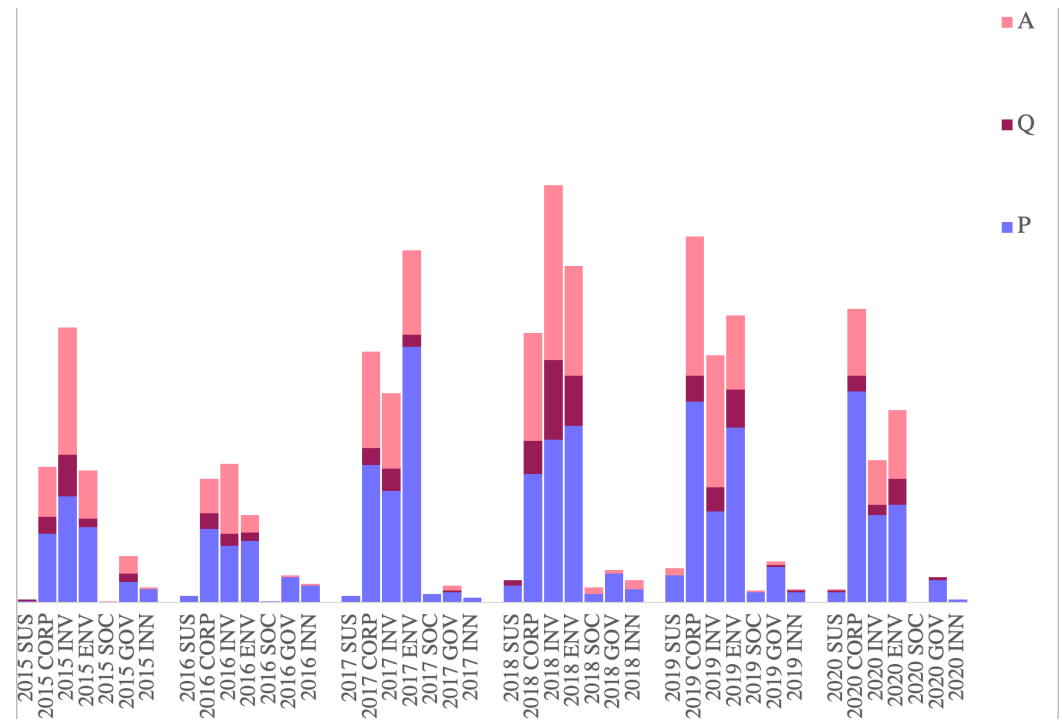
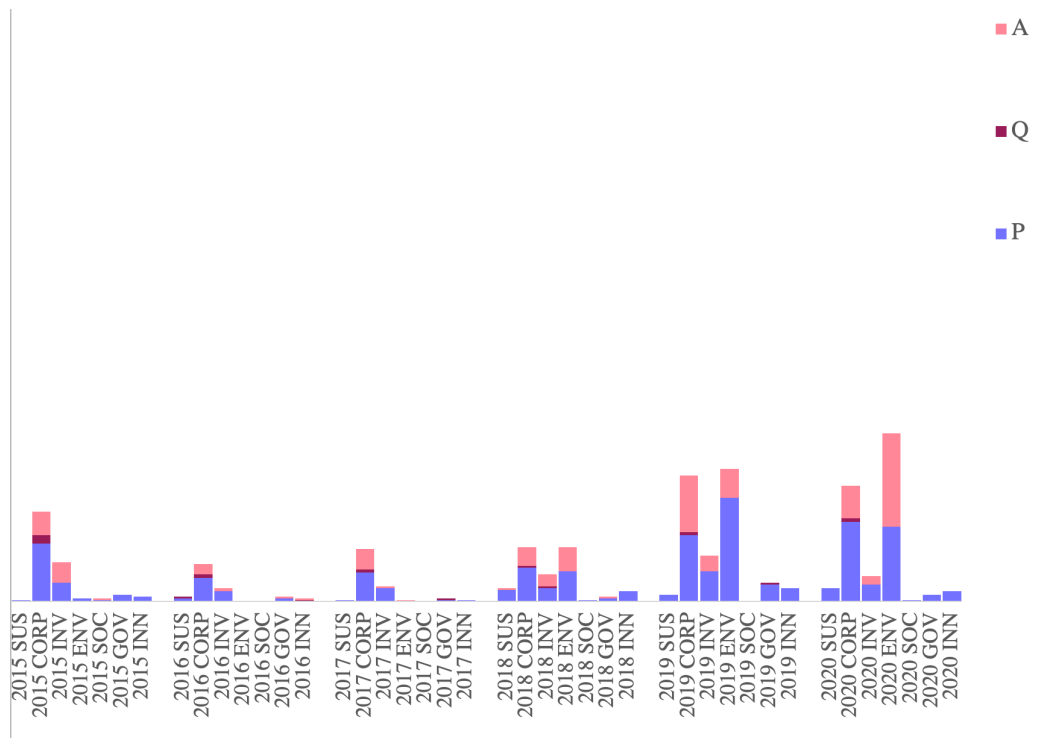


Grafico 6. Evoluzione nel settore Alimentare delle variabili “Sustainability”, “Environmental”, “Social”, “Governance”, “Innovation”, “Corporate” e “Investment”.



Fonte: Elaborazione personale.

L’interesse verso notizie finanziarie piuttosto che alle questioni ESG è un atteggiamento consolidato tanto nel management aziendale quanto tra analisti e investitori. L’ampiezza delle due variabili riferite alle distinte fasi della Q&A session è visibilmente maggiore nella variabile “Corporate”.

Ancora una volta si dimostra l’esautiva politica comunicativa adottata dalle aziende con una quasi totalità di informazioni associate alla fase di presentazione. Nelle figure sottostanti ogni contenuto analizzato è stato suddiviso per evidenziare la percentuale di informazione divulgata in ciascuna delle tre fasi, *Presentazione*, *Question* e *Answer*.

Grafico 7. Percentuale di informazioni del tipo “Sustainability Content” nelle fasi P, Q e A.

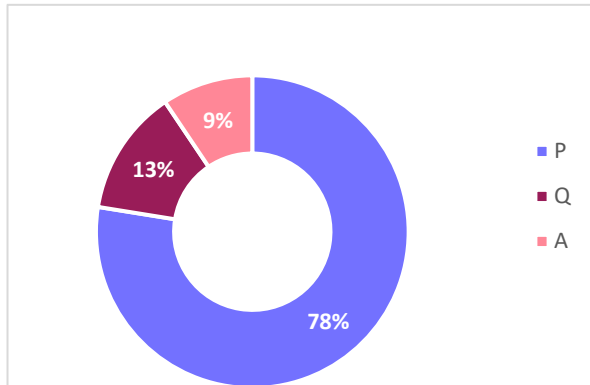


Grafico 8. Percentuale di informazioni del tipo “Environmental Content” nelle fasi P, Q e A.

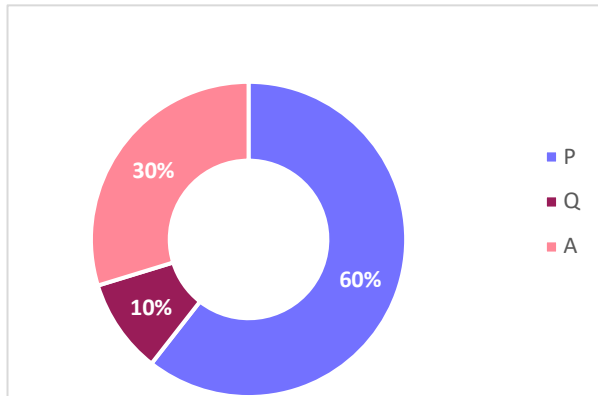


Grafico 9. Percentuale di informazioni del tipo “Social Content” nelle fasi P, Q e A.

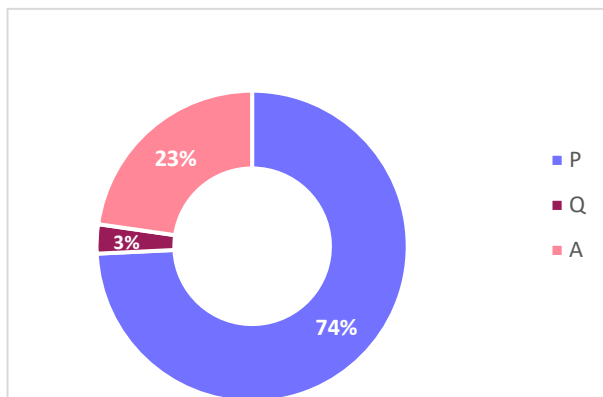


Grafico 10. Percentuale di informazioni del tipo "Governance Content" nelle fasi P, Q e A.

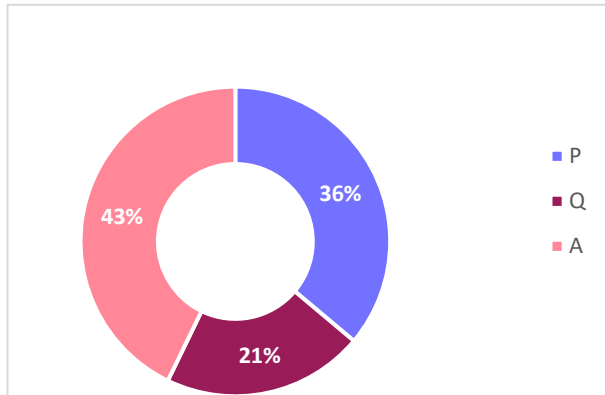


Grafico 11. Percentuale di informazioni del tipo "Innovation Content" nelle fasi P, Q e A.

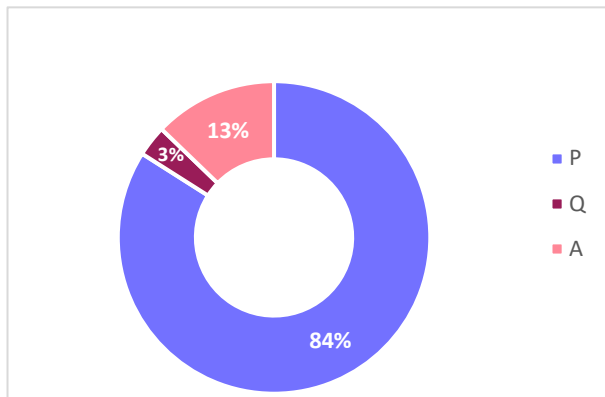


Grafico 12. Percentuale di informazioni del tipo "Corporate Content" nelle fasi P, Q e A.

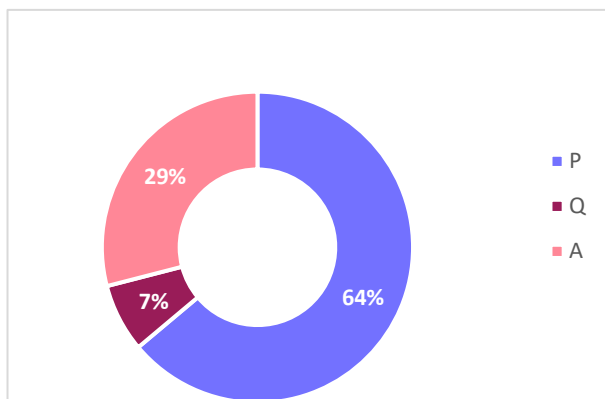
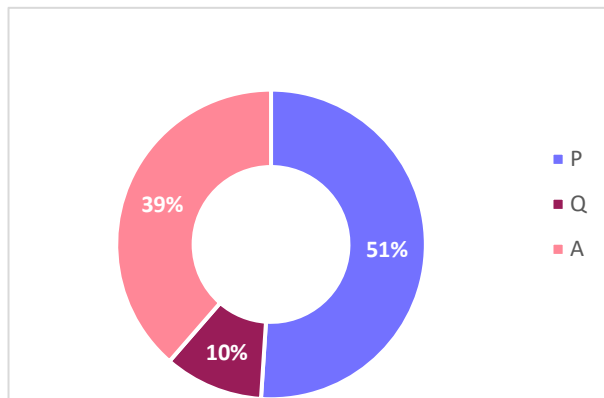


Grafico 13. Percentuale di informazioni del tipo "Investment Content" nelle fasi P, Q e A.



Fonte: Elaborazione personale.

Per quasi tutte le variabili presentate più del 50% dell'informazione è divulgata in fase di apertura della *call*. Si dimostra, quindi, una strategia comunicativa, finanziaria ed extra-finanziaria, esaustiva. Inoltre, si ritiene confutata l'ipotesi di partenza che voleva testare la divulgazione di informazioni socioculturali-ambientali. Il risultato è un progressivo aumento di notizie riguardanti la tematica sostenibile ed essendo tale sostenibilità fortemente connessa all'attività aziendale, si ritiene che queste *call* siano coerenti con le *Sustainability conference call* teorizzate, distinguendole come strumento più preciso aggiuntivo rispetto alle tradizionali *conference call* che rende effettiva la traduzione finanziaria di concetti sostenibili.

È opportuno, tuttavia, occuparsi di un fenomeno che si desume dall'analisi effettuata. Nella quasi totalità dei grafici presentati, la percentuale di informazione relativa alla *Question session* è fortemente limitata, quasi sempre inferiore al 10%. Ciò può indicare una fase di presentazione esaustiva, oppure dei presenti non molto interessati alla tematica trattata. Si studia tale fenomeno con una seconda analisi, la quale testerà l'ipotesi di una parziale indifferenza dei partecipanti con un'analisi descrittiva ed un'analisi inferenziale.

3.4 Seconda analisi: *comportamento degli analisti*

La precedente analisi ha portato alla luce un fenomeno che potrebbe trovare la sua spiegazione in uno scarso interesse dei partecipanti. Questi sono degli analisti la cui partecipazione alle *call* è necessaria per trarre dati su cui elaborare una valutazione circa l'azienda: il processo dell'analista termina, dunque, con la stesura di una raccomandazione. È a partire da questa che si vuole testare l'ipotesi della nuova ricerca.

3.4.1 *Metodologia della ricerca: dataset e costruzione delle variabili*

Per questa seconda analisi si sfrutta come campione quello della precedente analisi, ovvero le aziende ma di queste si estrapolano una serie di variabili indipendenti rispetto alla variabile dipendente “**raccomandazione**”: le variabili rappresenteranno l'oggetto del campione sul quale si farà l'analisi.

Per realizzare queste variabili è stata considerata l'analisi qualitativa precedente e dal conteggio delle parole è stato creato, per ciascuna categoria, un indice, rapportando il totale delle parole della categoria considerata con il totale delle parole di ogni categoria sommate tra di loro. Il procedimento è stato fatto anno per anno realizzando indici dalla frequenza annuale.

Es.

$$Sus_{idx} = \frac{\sum Sus_{word}}{\sum (Sus_{word}, Env_{word}, Soc_{word}, Gov_{word}, Inn_{word}, Corp_{word}, Inv_{word})}$$

È stato, inoltre, necessario relativizzare gli indici rapportandoli al totale delle parole contenute in ciascun testo. La trasformazione si era resa necessaria per non gravare su aziende di cui si possiede un limitato numero di documenti.

Es.

$$SuS_{idx.rel} = \frac{SuS_{idx}}{\sum word_{conference}}$$

Quanto descritto è stato fatto per ciascuna delle 35 aziende del campione realizzando i seguenti indici, ai quali in seguito ci si riferirà come variabili indipendenti di interesse.

- **Sustainability Index;**
- **Environmental Index;**
- **Social Index;**
- **Governance Index;**
- **Innovation Index;**
- **Corporate Index;**
- **Investment Index.**

A tali variabili seguono quelle di controllo, scelte considerando il percorso degli analisti finanziari per giungere ad una valutazione. Partendo dalla lettura dello Stato patrimoniale si esaminano le condizioni di equilibrio finanziario a breve e a medio/lungo termine e successivamente con il Conto economico si valuta l'effettiva crescita aziendale. Si procede con lo studio dell'evoluzione della società rispetto fattori fondamentali come la crescita, la marginalità, la sostenibilità del debito e l'uso del capitale investito. Segue una riclassificazione, un'analisi dei flussi ed un'analisi degli indici. Significativi risultano, inoltre, i dati relativi all'organizzazione aziendale. Scattata una fotografia complessiva è possibile fissare un prezzo obiettivo da confrontare con il prezzo corrente per desumere una valutazione.

Sintetizzando, le variabili di controllo sono:

- Attivo corrente (**CURRENT ASSET**);
- Passivo corrente (**CURRENT PASS**);
- Attivo immobilizzato (**IMM ASSET**);
- Passività non correnti (**NOT CURRENT PASS**);
- Debiti a lungo termine (**LONG DEBT**);

- Crediti verso clienti (**CRED VS CLIENT**);
- Valore della produzione (**PROD**);
- Totale dei ricavi da vendite e prestazioni (**REVENUE**);
- **EBITDA**;
- **EBITDA/REVENUE**;
- **PFN/PN**;
- **ROCE**;
- **ROE**;
- **ROA**;
- **Flusso Finanziario/Ricavi**;
- n. di dipendenti (**EMPLOYEE**);
- $\Delta = \frac{\text{Target price} - \text{Current price}}{\text{Current price}}$ (**D**).

È stato, inoltre, necessario creare una variabile dummy (**SENS_VAR**) con valori 1 o 0 a seconda che l'attività aziendale sia sensibile o meno alla sostenibilità.

3.4.2 Modello di regressione

Poiché la variabile dipendente “raccomandazione” è discreta e non continua, è necessario effettuare un'analisi inferenziale con una *ordered regression* essendo la variabile predetta ordinata. La regressione produrrà i coefficienti per stimare la relazione tra le variabili predittive e quella predetta. Si porrà l'attenzione sui coefficienti delle variabili del modello di regressione

$$y_i = X_i' \beta + \varepsilon_i$$

i quali sono stimati facendo riferimento al modello di massima verosimiglianza di stima: si tratta di un processo che prevede la revisione progressiva della soluzione iniziale provvisoria fino a quando non è possibile apportare ulteriori miglioramenti. Per valutare la significatività delle variabili si utilizza il test di Wald che fissa come ipotesi nulla la non significatività della variabile.

$$\begin{cases} H_0: \beta = 0 \\ H_1: \beta \neq 0 \end{cases}$$

3.4.3 Analisi descrittiva

Tabella 5. Descriptives delle variabili di riferimento anno 2015.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RACCOMANDA~E	31	3.725484	.811048	2	5
SENS_VAR	35	.4571429	.5054327	0	1
SUS	18	0	0	0	0
ENV	18	.0000512	.0001453	0	.0006081
SOC	17	.0000187	.0000606	0	.0002497
GOV	17	.0001092	.0003192	0	.0013294
INN	17	1.37e-06	5.65e-06	0	.0000233
CORP	17	.0002123	.0003299	0	.0013534
INV	17	.0002617	.0003771	0	.0011842
CURRENT_AS~T	30	6710.967	13094.37	1	47089
CURRENT_PASS	32	5877.349	12146.16	.0897077	44355
IMM_ASSET	32	12363.64	28185.62	0	123851
NOTCURR_PASS	32	7232.716	16574.56	0	69756
LONG_DEBT	32	4048.692	9216.86	0	44872
CRED_VS_CL~T	32	1319.297	2994.534	0	12754
PROD	33	10793.43	24973.97	.7350851	110747
REVENUE	32	10995.25	25184.68	.7320242	110595
EBITDA	31	1672.913	3525.247	-39.674	15178
EBITDAREVE~E	31	20.00368	14.94018	-.948	68.555
PFNPN	32	39.01475	22.32999	-.501	86.2
ROCE	31	9.398516	9.954295	-6.689	45.136
ROE	31	8.806226	15.00687	-22.904	43.724
ROA	32	3.506312	6.480331	-15.679	15.37
FFR	31	12.03077	11.04551	-9.737	50.754
EMPLOYEE	30	20015.57	44752.42	12	238162
D	31	12.69097	17.14058	-.53	76.84

Fonte: Stata.

Nell'anno 2015 risaltano gli alti valori medi per le variabili *CORP* e *INV*, mentre sono molto bassi quelli che si riferiscono alle variabili *ENV-SOC-GOV*, dimostrando una iniziale non attenzione delle aziende verso tali operazioni. Conferma ciò il valore medio della variabile *SUS* che è pari a zero, un fenomeno che può trovare spiegazione nel generale non interesse verso le tematiche sostenibili.

Tabella 6. Descriptives delle variabili di riferimento anno 2016.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RACCOMANDA~E	33	3.803939	.7495163	2.14	5
SENS_VAR	35	.4571429	.5054327	0	1
SUS	17	0	0	0	0
ENV	17	.0000241	.0000495	0	.0001551
SOC	18	0	0	0	0
GOV	18	.0000413	.0000774	0	.0003209
INN	18	7.06e-06	.0000167	0	.0000537
CORP	18	.0002034	.0003588	0	.0014211
INV	18	.000121	.0001659	0	.0005664
CURRENT_AS~T	31	6164.226	11864.86	1	39722
CURRENT_PASS	34	5034.526	11395.91	.103722	49469
IMM_ASSET	34	11683.01	26642.49	0	120304
NOTCURR_PASS	34	6818.557	14497.52	0	62058
LONG_DEBT	34	3865.474	8320.5	0	41336
CRED_VS_CL~T	34	1251.563	2795.309	0	12133
PROD	35	9571.034	23156.4	.7949338	111018
REVENUE	34	9680.484	23259.4	.7903939	111018
EBITDA	32	1704.951	3611.351	.1602579	15675
EBITDAREVE~E	32	21.38191	14.97867	4.247	74.465
PFNPN	34	40.70435	20.84312	6.055	82.229
ROCE	34	10.05447	12.35815	-14.15	63.525
ROE	34	13.33003	25.05416	-42.723	120.908
ROA	34	4.918676	8.386188	-14.609	39.347
FFR	32	14.07506	11.08745	1.818	57.798
EMPLOYEE	30	19390.4	43158.84	15	231019
D	33	11.20636	14.98154	-.56	55.16

Fonte: Stata.

Dal confronto con l'anno precedente, si evidenzia nuovamente una media pari a 0 per la variabile *SUS*. Si mantiene elevato, invece, il valore medio che si riferisce alla variabile *CORP*. I fenomeni descritti non sono causati da un aumento nelle trascrizioni possedute in quanto, in linea generale, non vi è un significativo aumento in termini di osservazioni.

Tabella 7. Descriptives delle variabili di riferimento anno 2017.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RACCOMANDA~E	34	3.727353	.5750379	2.48	5
SENS_VAR	35	.4571429	.5054327	0	1
SUS	31	5.14e-06	.0000217	0	.0001135
ENV	31	.0000975	.0002402	0	.0011829
SOC	31	7.19e-06	.00004	0	.0002228
GOV	31	.0000449	.0000845	0	.0003406
INN	31	2.69e-06	.0000104	0	.0000451
CORP	31	.0002264	.0003524	0	.0012717
INV	31	.0001311	.0001958	0	.0007948
CURRENT_AS~T	31	6120.323	11349.25	1	36437
CURRENT_PASS	33	4915.147	11042.79	.3262181	47269
IMM_ASSET	33	11560.4	25856.01	.6639328	119204
NOTCURR_PASS	33	6866.454	14201.56	.116668	63016
LONG_DEBT	33	4403.675	8940.235	0	42439
CRED_VS_CL~T	33	1395.163	3062.063	.1046676	14386
PROD	34	10591.12	24737.88	.9384158	111829
REVENUE	33	10616.39	24525.73	.9362602	110934
EBITDA	33	1954.92	4277.607	.1408342	16451
EBITDAREVE~E	33	22.27833	15.96089	5.314	78.012
PFNPN	33	39.60518	18.50986	8.347	80.433
ROCE	33	10.05982	7.327109	1.469	35.736
ROE	33	15.06618	14.59737	-7.132	68.295
ROA	33	5.665091	6.055554	-2.605	29.442
FFR	33	17.94121	15.46939	3.526	70.061
EMPLOYEE	31	17698.68	36858.31	15	196511
D	34	14.75824	21.24861	.2	94.71

Fonte: Stata.

Con una crescita alquanto contenuta, nel 2017 si registra un aumento nel valore medio della variabile *SUS* e si evidenzia un importante aumento nel valore medio della variabile *ENV*: si deriva il crescente interesse della comunità nelle questioni riguardanti l'ecosistema.

Tabella 8. Descriptives delle variabili di riferimento anno 2018.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RACCOMANDA~E	34	3.832941	.6082938	2.21	5
SENS_VAR	35	.4571429	.5054327	0	1
SUS	30	3.55e-06	.0000154	0	.0000811
ENV	30	.0001379	.0002255	0	.0009497
SOC	30	4.30e-06	.0000186	0	.0000981
GOV	30	.0000929	.0001712	0	.0008509
INN	30	9.80e-06	.0000232	0	.0000793
CORP	30	.0002216	.0002366	0	.0007781
INV	30	.0001986	.0002745	0	.0010783
CURRENT_AS~T	31	6488.613	11859.43	1	39450
CURRENT_PASS	33	5274.646	11212.45	.4288178	46474
IMM_ASSET	33	13029.7	28591.63	.9322025	128849
NOTCURR_PASS	33	8029.202	17398.31	.192817	76817
LONG_DEBT	33	5360.539	11675.84	0	48983
CRED_VS_CL~T	33	1455.253	3162.926	.1430941	13388
PROD	34	11090.14	25108.64	1.029534	110412
REVENUE	33	11202.41	25176.73	1.020939	110412
EBITDA	32	2138.092	4553.35	.1551735	19343
EBITDAREVE~E	32	23.17422	17.1907	4.658	80.201
PFNPN	33	38.296	17.8968	9.137	83.329
ROCE	33	6.799394	13.82459	-60.177	29.971
ROE	33	9.446212	26.69881	-122.894	57.959
ROA	33	3.476182	10.01146	-44.609	19.252
FFR	32	15.09319	18.73045	-57.446	63.805
EMPLOYEE	31	18655.42	37489.81	16	198545
D	34	14.82	23.77831	.4	113.5

Fonte: Stata.

Anche nell'anno successivo prosegue la crescita del valore medio della variabile *ENV*. Si pone l'attenzione alla variabile *INN* il cui aumento potrebbe segnare l'interesse collettivo allo sviluppo di nuove idee e tecnologie innovative a sostegno delle esigenze socioculturali e ambientali. Proseguono in una crescita moderata i valori medi delle indipendenti *CORP* e *INV* mentre l'andamento della predittiva *SOC* resta ancora incerto.

Tabella 9. Descriptives delle variabili di riferimento anno 2019.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RACCOMANDA~E	34	3.703824	.7022907	1.57	5
SENS_VAR	35	.4571429	.5054327	0	1
SUS	29	8.40e-06	.0000206	0	.0000847
ENV	29	.0001424	.0001971	0	.0006901
SOC	29	1.78e-06	9.56e-06	0	.0000515
GOV	29	.0001052	.0001658	0	.0005503
INN	29	2.72e-06	.0000103	0	.0000468
CORP	29	.0002775	.0003522	0	.0011217
INV	29	.0001813	.0003398	0	.001661
CURRENT_AS~T	31	6374.548	11215.18	1	36804
CURRENT_PASS	32	5540.708	11037.33	.1954839	43354
IMM_ASSET	32	14470.61	30703.65	.3703412	134622
NOTCURR_PASS	32	9071.144	19094.83	.186577	83997
LONG_DEBT	32	5314.008	11218.4	0	54174
CRED_VS_CL~T	32	1340.667	2888.577	.1535275	12830
PROD	33	11558.1	25202.21	1.391358	109844
REVENUE	32	11702.28	25249.47	1.389717	109844
EBITDA	32	2338.064	4766.155	.2257206	18437
EBITDAREVE~E	32	24.53897	17.00359	3.49	81.876
PFNPN	32	35.19678	16.92983	9.284	82.102
ROCE	32	6.763531	5.777018	-3.395	21.842
ROE	32	9.480187	12.79478	-19.262	46.784
ROA	32	3.360594	4.563417	-5.35	16.523
FFR	32	18.66975	14.05277	.473	69.118
EMPLOYEE	29	19364.55	37383.51	17	191752
D	34	16.23382	29.7932	-.06	150.3

Fonte: Stata.

Nell'anno seguente, si registra un aumento contenuto nei valori medi delle variabili *SUS*, *ENV* e *GOV*, mentre sembra diminuire il valore medio della indipendente *SOC* analogamente alla variabile *INN*. Resta sempre preponderante l'apporto delle variabili *CORP* e *INV*.

Tabella 10. Descriptives delle variabili di riferimento anno 2020.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RACCOMANDA~E	34	3.619118	.7496196	1.71	5
SENS_VAR	35	.4571429	.5054327	0	1
SUS	28	6.71e-06	.0000288	0	.0001489
ENV	28	.0002638	.0006794	0	.003399
SOC	28	8.67e-06	.0000339	0	.0001636
GOV	28	.0000684	.0001284	0	.0005957
INN	28	0	0	0	0
CORP	28	.0003036	.0004921	0	.0021455
INV	28	.0001705	.00024	0	.0011966
CURRENT_AS~T	24	7682.75	11471.91	1	35272
CURRENT_PASS	24	6656.492	11206.27	.2113305	41449
IMM_ASSET	24	18425.14	33772.66	.4008997	131723
NOTCURR_PASS	24	12479.12	22345.1	.2108818	82178
LONG_DEBT	23	7792.694	13113.92	.0632645	53623
CRED_VS_CL~T	24	1543.588	2764.503	.1224909	11308
PROD	24	5630.246	10051.89	.6557526	36779
REVENUE	24	5442.933	9580.371	.6375809	33375
EBITDA	24	617.915	1791.789	-1606	8645
EBITDAREVE~E	24	20.63383	19.80471	-4.976	81.575
PFNPN	24	32.21421	18.54192	9.66	81.871
ROCE	24	.8142083	12.23905	-25.086	26.458
ROE	24	-1.81925	12.55337	-27.813	16.654
ROA	24	.2562083	8.650392	-15.65	19.616
FFR	24	13.72367	18.45675	-15.465	70.282
EMPLOYEE	16	12830.06	16584.71	19	66825
D	34	16.54912	36.73711	-.41	163

Fonte: Stata.

Per l'ultimo anno considerato dall'analisi empirica svolta, si osserva un notevole aumento nel valore medio delle variabili *SOC* e *ENV*, mentre le altre hanno andamenti pressoché costanti.

Occorre ricordare che per l'anno 2020 si possiedono osservazioni per solo il primo semestre.

Si procede analizzando la correlazione tra le variabili considerate, che ci si attende determini una relazione positiva tra le variabili indipendenti di interesse e la variabile dipendente.

Tabella 11. Matrice di correlazione, anno 2015.

	RACCOM~E	SENS_VAR	SUS	ENV	SOC	GOV	INN	CORP	
RACCOMANDA~E	1.0000								
SENS_VAR	-0.0755	1.0000							
SUS	.	.	1.0000						
ENV	-0.1015	0.4553	.	1.0000					
SOC	0.0505	-0.1297	.	0.0095	1.0000				
GOV	0.2433	0.3788	.	0.1472	-0.1226	1.0000			
INN	-0.4676	0.3273	.	-0.0994	-0.0910	-0.0821	1.0000		
CORP	0.0974	-0.2736	.	0.0631	0.1988	-0.0854	-0.0438	1.0000	
INV	0.1978	0.2815	.	0.1961	-0.2244	0.6971	0.0542	0.5135	
CURRENT_AS~T	0.0799	0.5558	.	-0.0820	-0.1130	-0.0750	-0.0708	-0.3753	
CURRENT_PASS	0.0967	0.5318	.	-0.1155	-0.1221	-0.0263	-0.0311	-0.3583	
IMM_ASSET	0.1870	0.6615	.	0.0142	-0.1313	0.1104	-0.0975	-0.2872	
NOTCURR_PASS	0.2232	0.6586	.	-0.0312	-0.1143	0.1062	-0.1139	-0.2908	
LONG_DEBT	0.2721	0.6492	.	0.0130	-0.1166	0.2020	-0.0838	-0.2481	
CRED_VS_CL~T	0.0784	0.6353	.	0.0088	-0.1444	0.0614	0.0299	-0.2336	
PROD	0.1583	0.6147	.	-0.0788	-0.0628	-0.0491	-0.0750	-0.3137	
REVENUE	0.1599	0.6132	.	-0.0781	-0.0621	-0.0500	-0.0744	-0.3126	
EBITDA	0.1925	0.6396	.	0.0127	-0.1221	0.1057	-0.1340	-0.2914	
EBITDAREVE~E	0.2569	0.2138	.	0.1969	-0.0484	0.7871	-0.2159	-0.2181	
PFNPN	-0.1375	-0.1566	.	0.3910	0.0421	-0.2104	-0.2220	-0.2248	
ROCE	0.3115	-0.4512	.	-0.3383	0.4759	-0.0385	-0.0752	-0.0187	
ROE	0.4950	-0.4713	.	-0.0761	0.3323	0.1990	-0.4990	0.5378	
ROA	0.2912	-0.5162	.	-0.1409	0.3438	0.0328	-0.3466	0.0698	
FFR	0.2786	0.1467	.	0.1231	0.0075	0.7827	-0.2250	-0.2404	
EMPLOYEE	0.0839	0.4582	.	-0.0675	0.0023	-0.0916	0.0349	-0.2653	
D	-0.2364	-0.2723	.	-0.1157	-0.1107	-0.1933	-0.0932	-0.0018	
		INV	CURREN~T	CURREN~S	IMM_AS~T	NOTCUR~S	LONG_D~T	CRED_V~T	PROD
INV	1.0000								
CURRENT_AS~T	-0.1990	1.0000							
CURRENT_PASS	-0.1899	0.9825	1.0000						
IMM_ASSET	-0.0288	0.8314	0.8117	1.0000					
NOTCURR_PASS	-0.0442	0.8605	0.8435	0.9891	1.0000				
LONG_DEBT	0.0012	0.7403	0.7603	0.9574	0.9632	1.0000			
CRED_VS_CL~T	0.0128	0.7085	0.6695	0.9553	0.9118	0.8757	1.0000		
PROD	-0.1607	0.9497	0.9267	0.8420	0.8998	0.8020	0.6956	1.0000	
REVENUE	-0.1630	0.9488	0.9273	0.8399	0.8984	0.8025	0.6915	0.9999	
EBITDA	-0.0403	0.8426	0.8201	0.9979	0.9849	0.9446	0.9512	0.8403	
EBITDAREVE~E	0.3656	-0.1950	-0.1734	0.0430	0.0227	0.1125	0.0171	-0.1664	
PFNPN	-0.3653	-0.4097	-0.4827	-0.2414	-0.2771	-0.2608	-0.1789	-0.3628	
ROCE	-0.3053	-0.3520	-0.3195	-0.3348	-0.3169	-0.2708	-0.3488	-0.3185	
ROE	0.2069	-0.3937	-0.3438	-0.3087	-0.2816	-0.1966	-0.3908	-0.3203	
ROA	-0.2393	-0.4747	-0.4368	-0.3887	-0.3656	-0.2756	-0.4419	-0.3983	
FFR	0.3100	-0.2295	-0.1970	-0.0013	-0.0119	0.0901	-0.0411	-0.1893	
EMPLOYEE	-0.2110	0.7751	0.7944	0.4562	0.5601	0.4817	0.2338	0.8455	
D	-0.1719	-0.2254	-0.2550	-0.1999	-0.1956	-0.2138	-0.1761	-0.1895	

	REVENUE	EBITDA	EBITDA~E	PFNPN	ROCE	ROE	ROA	FFR
REVENUE	1.0000							
EBITDA	0.8380	1.0000						
EBITDAREVE~E	-0.1677	0.0528	1.0000					
PFNPN	-0.3641	-0.2315	0.3118	1.0000				
ROCE	-0.3168	-0.3163	0.3552	0.3411	1.0000			
ROE	-0.3174	-0.2875	0.4010	0.1305	0.6369	1.0000		
ROA	-0.3953	-0.3726	0.4985	0.5168	0.8552	0.7789	1.0000	
FFR	-0.1900	0.0072	0.9903	0.2973	0.4285	0.4381	0.5601	1.0000
EMPLOYEE	0.8494	0.4491	-0.2622	-0.4250	-0.2338	-0.2384	-0.2916	-0.2524
D	-0.1902	-0.1888	0.2118	0.5996	0.3358	0.2224	0.4904	0.2013
		EMPLOYEE	D					
EMPLOYEE	1.0000							
D	-0.1914	1.0000						

Fonte: Stata.

Attraverso la matrice di correlazione si può rapidamente definire il tipo di relazione tra variabile dipendente e quelle indipendenti. Si è preferito effettuare anche per le correlazioni un'analisi anno per anno, valutando più accuratamente se la dinamica varia nel corso dell'intervallo prescelto. Per l'anno iniziale si nota che tutte le indipendenti sono correlate alla variabile *RACCOMANDAZIONE*, con eccezione fatta per la predittiva *SUS*, per la quale non si avevano risultati nell'anno di riferimento. La dinamica di correlazione non è, però, uguale per tutte e per solo alcune si scopre una relazione positiva, come *SOC*, *GOV*, *CORP* e *INV*, mentre per le restanti si individua una relazione negativa.

Tabella 12. Matrice di correlazione, anno 2016.

	RACCOM~E	SENS_VAR	SUS	ENV	SOC	GOV	INN	CORP
RACCOMANDA~E	1.0000							
SENS_VAR	0.3130	1.0000						
SUS	.	.	.					
ENV	0.0777	0.4599	.	1.0000				
SOC	.	.	.	.	.
GOV	0.6564	0.3466	.	0.1266	.	1.0000		
INN	-0.2740	-0.2968	.	-0.0954	.	-0.0516	1.0000	
CORP	-0.6661	-0.3128	.	-0.0765	.	-0.2613	0.1458	1.0000
INV	-0.2505	0.3661	.	0.0224	.	0.0071	0.4264	0.0861
CURRENT_AS~T	0.1624	0.3228	.	0.1849	.	0.6000	-0.2391	-0.1211
CURRENT_PASS	0.2799	0.4350	.	0.2890	.	0.6181	-0.2384	-0.1288
IMM_ASSET	0.4709	0.4955	.	0.3639	.	0.7535	-0.2579	-0.1535
NOTCURR_PASS	0.4467	0.4136	.	0.2953	.	0.7963	-0.3106	-0.1721
LONG_DEBT	0.5461	0.4692	.	0.3873	.	0.8120	-0.2953	-0.1776
CRED_VS_CL~T	0.4003	0.4442	.	0.3527	.	0.6306	-0.1875	-0.1579
PROD	0.1913	0.4036	.	0.2552	.	0.5283	-0.2388	-0.1113
REVENUE	0.1839	0.4007	.	0.2490	.	0.5210	-0.2378	-0.1104
EBITDA	0.4214	0.4785	.	0.3763	.	0.7093	-0.2788	-0.1460
EBITDAREVE~E	0.4549	0.3275	.	-0.1836	.	0.2899	-0.3178	-0.2092
PFNPN	-0.3865	-0.2579	.	0.0197	.	-0.4256	0.0887	0.5030
ROCE	0.2513	-0.2005	.	0.0944	.	-0.1512	-0.0831	-0.0389
ROE	0.2254	0.0912	.	-0.0834	.	-0.1801	-0.1425	-0.0558
ROA	0.1587	-0.3036	.	-0.0709	.	-0.2066	-0.1503	0.0537
FFR	0.3633	0.3075	.	-0.1897	.	0.1697	-0.2684	-0.1609
EMPLOYEE	-0.0175	0.2729	.	0.0822	.	0.3335	-0.1512	-0.0539
D	-0.0522	-0.0576	.	-0.3337	.	-0.1949	-0.3202	0.4815
		INV CURREN~T	CURREN~S	IMM_AS~T	NOTCUR~S	LONG_D~T	CRED_V~T	PROD
INV	1.0000							
CURRENT_AS~T	0.1325	1.0000						
CURRENT_PASS	0.0541	0.9093	1.0000					
IMM_ASSET	0.1288	0.8391	0.8912	1.0000				
NOTCURR_PASS	0.0373	0.9100	0.8800	0.9592	1.0000			
LONG_DEBT	0.0020	0.7798	0.8277	0.9684	0.9620	1.0000		
CRED_VS_CL~T	0.2418	0.7268	0.7115	0.9209	0.8496	0.8713	1.0000	
PROD	0.0600	0.9062	0.9881	0.8239	0.8198	0.7382	0.6323	1.0000
REVENUE	0.0598	0.9042	0.9860	0.8161	0.8129	0.7291	0.6226	0.9999
EBITDA	0.0583	0.8768	0.9514	0.9841	0.9541	0.9477	0.8618	0.9011
EBITDAREVE~E	-0.1655	-0.1929	-0.1059	0.0761	0.0652	0.1758	-0.0006	-0.1723
PFNPN	0.3793	-0.3499	-0.3236	-0.1993	-0.3326	-0.2807	-0.0858	-0.3153
ROCE	-0.5321	-0.2692	-0.1322	-0.1017	-0.1452	-0.0717	-0.1800	-0.1344
ROE	-0.3649	-0.2479	-0.1629	-0.1659	-0.1887	-0.1551	-0.2216	-0.1529
ROA	-0.4768	-0.3281	-0.2334	-0.2110	-0.2413	-0.2079	-0.2879	-0.2153
FFR	-0.1015	-0.2538	-0.1559	0.0141	-0.0219	0.0875	-0.0546	-0.2099
EMPLOYEE	0.0242	0.7400	0.8358	0.5081	0.5511	0.4358	0.2375	0.8894
D	-0.2075	-0.2492	-0.2283	-0.1871	-0.2008	-0.1903	-0.1902	-0.2208

	REVENUE	EBITDA	EBITDA~E	PFNPN	ROCE	ROE	ROA	FFR
REVENUE	1.0000							
EBITDA	0.8949	1.0000						
EBITDAREVE~E	-0.1755	0.0123	1.0000					
PFNPN	-0.3165	-0.2589	-0.0724	1.0000				
ROCE	-0.1359	-0.0666	0.2278	-0.0066	1.0000			
ROE	-0.1521	-0.1323	0.2431	-0.2573	0.7608	1.0000		
ROA	-0.2149	-0.1880	0.2977	0.1994	0.9229	0.6747	1.0000	
FFR	-0.2121	-0.0475	0.9813	0.0469	0.2694	0.2829	0.3607	1.0000
EMPLOYEE	0.8949	0.6326	-0.2295	-0.3500	-0.2091	-0.1762	-0.2419	-0.2554
D	-0.2202	-0.1903	0.2227	0.1387	0.3909	0.6439	0.4861	0.2325

	EMPLOYEE	D
EMPLOYEE	1.0000	
D	-0.2208	1.0000

Fonte: Stata.

Nell'anno 2016 non ci sono dati per la correlazione delle variabili *SUS* e *SOC*: il contenuto delle due categorie è pari a 0. Diventa positiva, invece, la correlazione con l'indipendente *ENV* e rimane uguale la relazione con la variabile *GOV*. La correlazione con le altre variabili indipendenti di interesse diventa, invece, negativa.

Tabella 13. Matrice di correlazione, anno 2017.

	RACCOM~E	SENS_VAR	SUS	ENV	SOC	GOV	INN	CORP
RACCOMANDA~E	1.0000							
SENS_VAR	-0.0249	1.0000						
SUS	0.0918	0.1395	1.0000					
ENV	0.2270	0.0820	-0.1077	1.0000				
SOC	-0.4143	-0.1754	-0.0507	-0.0816	1.0000			
GOV	0.1607	0.0930	0.6425	0.1851	-0.1081	1.0000		
INN	-0.0947	-0.2521	0.1871	-0.1173	-0.0553	-0.0417	1.0000	
CORP	-0.0913	-0.2350	-0.0302	0.5388	0.5046	-0.0010	0.1015	1.0000
INV	0.1633	0.2423	0.6711	0.3770	0.0087	0.3120	0.0599	0.2350
CURRENT_AS~T	-0.0365	0.3569	-0.0175	-0.0875	-0.1039	0.1523	-0.1526	-0.2098
CURRENT_PASS	-0.0302	0.4002	-0.0416	-0.0567	-0.0941	0.2358	-0.1307	-0.2028
IMM_ASSET	0.0579	0.4515	0.0842	-0.0270	-0.0920	0.3008	-0.1287	-0.2021
NOTCURR_PASS	0.0919	0.3985	0.1397	-0.0357	-0.1035	0.3135	-0.1437	-0.2020
LONG_DEBT	0.1343	0.3529	0.1573	-0.0107	-0.1045	0.3310	-0.1431	-0.1822
CRED_VS_CL~T	0.0303	0.4392	-0.0353	0.0262	-0.0936	0.1987	-0.1272	-0.1616
PROD	-0.0604	0.3971	-0.0757	-0.0615	-0.0884	0.1686	-0.1238	-0.1938
REVENUE	-0.0609	0.3948	-0.0772	-0.0625	-0.0881	0.1685	-0.1232	-0.1945
EBITDA	-0.0138	0.4515	0.0169	-0.0505	-0.0927	0.2139	-0.1221	-0.2053
EBITDAREVE~E	0.1970	0.2201	0.3277	0.0010	-0.0635	0.2774	0.0854	-0.1812
PFNPN	-0.2245	-0.0811	-0.0630	-0.1315	0.3597	-0.2731	0.1417	0.1342
ROCE	-0.3764	-0.0200	-0.0327	-0.1947	-0.1008	-0.1869	0.3870	-0.2391
ROE	-0.0785	0.0863	-0.0206	-0.0600	-0.0916	0.0042	0.1973	-0.1643
ROA	-0.1754	-0.0558	-0.0059	-0.1181	0.0165	-0.1294	0.4695	-0.1191
FFR	0.1214	0.2391	0.2536	-0.0168	-0.0567	0.2133	0.1088	-0.2110
EMPLOYEE	-0.1117	0.3021	-0.0427	-0.0708	-0.0766	0.1700	-0.1001	-0.1525
D	-0.2819	-0.0044	0.0804	-0.2312	0.3347	-0.1189	0.1099	0.0036

	INV	CURREN~T	CURREN~S	IMM_AS~T	NOTCUR~S	LONG_D~T	CRED_V~T	PROD
INV	1.0000							
CURRENT_AS~T	-0.0615	1.0000						
CURRENT_PASS	-0.0821	0.9113	1.0000					
IMM_ASSET	0.0326	0.8730	0.8962	1.0000				
NOTCURR_PASS	0.0451	0.9163	0.8509	0.9632	1.0000			
LONG_DEBT	0.0472	0.8402	0.7484	0.9018	0.9734	1.0000		
CRED_VS_CL~T	-0.0093	0.8260	0.8432	0.9758	0.9180	0.8533	1.0000	
PROD	-0.0912	0.9217	0.9825	0.8550	0.8100	0.6796	0.8085	1.0000
REVENUE	-0.0937	0.9186	0.9836	0.8488	0.8042	0.6748	0.7998	0.9998
EBITDA	-0.0081	0.9200	0.9297	0.9553	0.9108	0.7960	0.9333	0.9386
EBITDAREVE~E	0.3006	-0.0913	-0.0683	0.0970	0.1089	0.1575	0.0226	-0.1142
PFNPN	0.0385	-0.2110	-0.2076	-0.1107	-0.2000	-0.2260	-0.0770	-0.1802
ROCE	-0.2334	-0.2246	-0.1467	-0.1994	-0.2506	-0.2722	-0.2025	-0.1261
ROE	-0.1716	-0.1458	-0.0681	-0.1227	-0.1363	-0.1449	-0.1431	-0.0625
ROA	-0.1302	-0.2205	-0.1583	-0.1567	-0.1958	-0.2095	-0.1731	-0.1377
FFR	0.2465	-0.1123	-0.0875	0.0649	0.0658	0.1143	-0.0057	-0.1300
EMPLOYEE	-0.0778	0.7739	0.8647	0.5766	0.5655	0.4569	0.4806	0.8765
D	-0.0679	-0.1049	-0.1041	-0.1028	-0.1031	-0.1145	-0.1349	-0.0899
	REVENUE	EBITDA	EBITDA~E	PFNPN	ROCE	ROE	ROA	FFR
REVENUE	1.0000							
EBITDA	0.9318	1.0000						
EBITDAREVE~E	-0.1172	0.0317	1.0000					
PFNPN	-0.1835	-0.1247	0.0537	1.0000				
ROCE	-0.1234	-0.1545	0.0536	0.1133	1.0000			
ROE	-0.0601	-0.0750	0.1498	-0.2745	0.6305	1.0000		
ROA	-0.1370	-0.1220	0.2907	0.3270	0.8082	0.6943	1.0000	
FFR	-0.1321	0.0032	0.9773	0.1610	0.1248	0.1977	0.3761	1.0000
EMPLOYEE	0.8857	0.6762	-0.1827	-0.2207	-0.1317	-0.0803	-0.1787	-0.1816
D	-0.0895	-0.0630	0.2767	0.3159	0.5693	0.6186	0.7502	0.3233
	EMPLOYEE	D						
EMPLOYEE	1.0000							
D	-0.0916	1.0000						

Fonte: Stata.

Per l'anno 2017 si mantiene positiva la relazione tra la variabile dipendente e le variabili *ENV* e *GOV*, alle quali si aggiungono le predittive *SUS* e *INV*. Per le non citate indipendenti, si sottolinea una relazione negativa.

Tabella 14. Matrice di correlazione, anno 2018.

	RACCOM~E	SENS_VAR	SUS	ENV	SOC	GOV	INN	CORP
RACCOMANDA~E	1.0000							
SENS_VAR	-0.0025	1.0000						
SUS	0.2569	-0.2295	1.0000					
ENV	0.2965	0.2209	0.0689	1.0000				
SOC	-0.0927	0.2922	-0.0671	0.1097	1.0000			
GOV	0.3532	-0.2283	0.1478	0.0943	0.1694	1.0000		
INN	0.0193	0.3927	-0.0901	-0.0525	0.4239	0.0151	1.0000	
CORP	-0.3006	-0.1719	0.1083	0.1416	-0.1171	0.2418	-0.0169	1.0000
INV	-0.0578	0.3658	-0.0458	0.2800	0.0939	0.1987	0.3428	0.2970
CURRENT_AS~T	0.2837	0.3892	0.0298	-0.0834	-0.0865	-0.1424	-0.0759	-0.3484
CURRENT_PASS	0.2463	0.4465	-0.0473	0.0002	-0.0479	-0.1167	-0.0915	-0.3072
IMM_ASSET	0.2473	0.4961	-0.0753	0.0959	-0.0033	-0.1195	-0.0889	-0.2857
NOTCURR_PASS	0.2447	0.4312	-0.0221	0.1098	-0.0248	-0.1289	-0.1212	-0.3161
LONG_DEBT	0.2111	0.3898	0.0052	0.1386	0.0112	-0.1219	-0.1043	-0.3112
CRED_VS_CL~T	0.3266	0.4768	-0.0727	0.0627	-0.0409	-0.1037	-0.0054	-0.2067
PROD	0.2547	0.4276	-0.0304	-0.0589	-0.1032	-0.1233	-0.0989	-0.2967
REVENUE	0.2494	0.4277	-0.0337	-0.0611	-0.1020	-0.1236	-0.0970	-0.2972
EBITDA	0.2865	0.4638	-0.0531	-0.0056	-0.0402	-0.1165	-0.0967	-0.2899
EBITDAREVE~E	-0.0672	0.1454	-0.1253	-0.0044	0.6127	0.1776	0.0676	-0.3090
PFNPN	-0.2297	-0.0604	-0.1204	-0.3245	0.0611	0.1164	0.2802	0.2713
ROCE	-0.1528	-0.0840	-0.0644	-0.1876	-0.0445	-0.1283	-0.3225	-0.2115
ROE	0.0704	-0.0552	-0.0259	0.1735	0.0161	0.0197	-0.3532	-0.1998
ROA	-0.0858	-0.0962	-0.0765	-0.1232	0.0159	0.0047	-0.2431	-0.1311
FFR	-0.0954	0.1477	-0.1369	-0.0255	0.6902	0.2495	0.0960	-0.2304
EMPLOYEE	0.1217	0.3364	-0.0010	-0.0950	-0.0916	-0.1177	0.0107	-0.2697
D	-0.3694	0.0394	-0.1244	-0.1766	-0.1062	-0.1984	-0.1171	-0.0570

	INV	CURREN~T	CURREN~S	IMM_AS~T	NOTCUR~S	LONG_D~T	CRED_V~T	PROD
INV	1.0000							
CURRENT_AS~T	-0.0037	1.0000						
CURRENT_PASS	-0.0355	0.9221	1.0000					
IMM_ASSET	0.0763	0.8235	0.8683	1.0000				
NOTCURR_PASS	0.0790	0.7945	0.7789	0.9626	1.0000			
LONG_DEBT	0.1105	0.6866	0.6433	0.8918	0.9777	1.0000		
CRED_VS_CL~T	0.0282	0.8278	0.8407	0.9135	0.8110	0.6929	1.0000	
PROD	-0.0351	0.9325	0.9766	0.7859	0.6785	0.5227	0.8150	1.0000
REVENUE	-0.0342	0.9294	0.9752	0.7793	0.6705	0.5138	0.8086	0.9999
EBITDA	0.0067	0.9165	0.8936	0.9036	0.8146	0.6905	0.9650	0.8939
EBITDAREVE~E	0.0492	-0.1086	-0.0812	0.1247	0.1601	0.2324	-0.0157	-0.1665
PFNPN	0.2811	-0.1884	-0.1987	-0.1548	-0.2410	-0.2718	-0.0495	-0.1359
ROCE	-0.2892	-0.1521	-0.1180	-0.1845	-0.2203	-0.2443	-0.1797	-0.0821
ROE	-0.2829	-0.0880	-0.0728	-0.1318	-0.1176	-0.1173	-0.1606	-0.0612
ROA	-0.1699	-0.1690	-0.1503	-0.1621	-0.1875	-0.1981	-0.1572	-0.1183
FFR	0.0420	-0.1515	-0.1159	0.0308	0.0422	0.0986	-0.0707	-0.1826
EMPLOYEE	0.0516	0.7742	0.8496	0.5461	0.4904	0.3716	0.4625	0.8598
D	-0.1668	-0.0885	-0.0917	-0.0870	-0.0858	-0.0828	-0.1140	-0.0782

	REVENUE	EBITDA	EBITDA~E	PFNPN	ROCE	ROE	ROA	FFR
REVENUE	1.0000							
EBITDA	0.8893	1.0000						
EBITDAREVE~E	-0.1674	0.0081	1.0000					
PFNPN	-0.1345	-0.0891	0.0609	1.0000				
ROCE	-0.0795	-0.1166	0.1992	0.2702	1.0000			
ROE	-0.0599	-0.0773	0.2214	-0.1346	0.7731	1.0000		
ROA	-0.1168	-0.1036	0.3282	0.4088	0.9222	0.7798	1.0000	
FFR	-0.1824	-0.0419	0.9613	0.1614	0.3389	0.3508	0.4677	1.0000
EMPLOYEE	0.8638	0.5768	-0.2124	-0.1899	-0.1050	-0.0742	-0.1588	-0.2160
D	-0.0762	-0.0530	0.2373	0.3208	0.7630	0.6862	0.8001	0.3405

	EMPLOYEE	D
EMPLOYEE	1.0000	
D	-0.0773	1.0000

Fonte: Stata.

Nell'anno 2018 la dinamica di relazioni si mantiene pressoché uguale a quanto accadeva nell'anno precedente. Tuttavia, se con la variabile *INV* la variabile dipendente aveva una relazione positiva, diventa negativa. Per quanto riguarda la variabile *INN*, la correlazione negativa del triennio 2015-2017 diventa positiva.

Tabella 15. Matrice di correlazione, anno 2019.

	RACCOM~E	SENS_VAR	SUS	ENV	SOC	GOV	INN	CORP
RACCOMANDA~E	1.0000							
SENS_VAR	0.3250	1.0000						
SUS	-0.0835	-0.1578	1.0000					
ENV	0.3321	0.3651	-0.1303	1.0000				
SOC	-0.1308	0.2227	0.3916	0.1710	1.0000			
GOV	0.0369	-0.1152	0.7632	-0.0733	0.4289	1.0000		
INN	-0.0167	-0.0441	-0.1440	0.0597	-0.0645	-0.0495	1.0000	
CORP	0.1860	-0.0052	-0.0210	0.7144	-0.0648	0.0455	0.4983	1.0000
INV	0.0656	0.3469	-0.1347	0.3337	-0.0797	0.0643	0.4217	0.2609
CURRENT_AS~T	0.3029	0.3613	-0.1104	0.0200	-0.0684	-0.1982	-0.1466	-0.3402
CURRENT_PASS	0.3137	0.4458	-0.0550	0.0538	-0.0232	-0.1474	-0.1572	-0.2896
IMM_ASSET	0.2944	0.4855	0.0011	0.0363	0.0027	-0.0364	-0.1290	-0.2834
NOTCURR_PASS	0.2923	0.4169	-0.0048	-0.0141	-0.0034	-0.0164	-0.1554	-0.3066
LONG_DEBT	0.2830	0.3496	0.0514	-0.0131	0.0621	0.0127	-0.1625	-0.2916
CRED_VS_CL~T	0.2979	0.4389	0.0096	0.1318	-0.0354	-0.0936	-0.1137	-0.1804
PROD	0.3202	0.4220	-0.0961	0.0535	-0.0989	-0.1961	-0.1316	-0.2755
REVENUE	0.3181	0.4209	-0.0993	0.0534	-0.0982	-0.1986	-0.1311	-0.2754
EBITDA	0.3055	0.4802	-0.0433	0.0590	-0.0363	-0.1117	-0.1365	-0.2920
EBITDAREVE~E	-0.2671	0.1245	0.2955	-0.1159	0.6570	0.4556	-0.0739	-0.2262
PFNPN	-0.2441	-0.0298	0.1224	-0.0419	-0.0891	0.1266	0.2836	0.0204
ROCE	-0.2240	0.0741	-0.1363	-0.1342	0.0191	0.0116	-0.3034	-0.2569
ROE	0.1107	0.1035	-0.0404	0.1475	0.1278	0.1192	-0.3877	-0.0867
ROA	-0.1837	-0.0110	-0.0273	-0.0402	0.0528	0.1214	-0.2688	-0.1731
FFR	-0.2846	0.1091	0.3503	-0.0757	0.7200	0.4792	-0.0371	-0.1800
EMPLOYEE	0.2446	0.3198	-0.1423	0.0067	-0.1075	-0.1906	-0.0798	-0.2389
D	-0.2038	0.0991	-0.1914	-0.2101	-0.0845	-0.1121	-0.1034	-0.2128

	INV	CURREN~T	CURREN~S	IMM_AS~T	NOTCUR~S	LONG_D~T	CRED_V~T	PROD
INV	1.0000							
CURRENT_AS~T	-0.0901	1.0000						
CURRENT_PASS	-0.1170	0.9162	1.0000					
IMM_ASSET	-0.0051	0.8252	0.8907	1.0000				
NOTCURR_PASS	-0.0142	0.8073	0.8004	0.9634	1.0000			
LONG_DEBT	-0.0530	0.7601	0.7141	0.8939	0.9684	1.0000		
CRED_VS_CL~T	-0.0258	0.7439	0.7701	0.9026	0.8398	0.7944	1.0000	
PROD	-0.1200	0.9127	0.9827	0.8163	0.7085	0.6087	0.7051	1.0000
REVENUE	-0.1197	0.9109	0.9806	0.8086	0.6999	0.5986	0.6950	0.9999
EBITDA	-0.0635	0.9016	0.9508	0.9650	0.8913	0.7985	0.8997	0.9148
EBITDAREVE~E	-0.0241	-0.1239	-0.0716	0.1194	0.1520	0.1630	0.0013	-0.1580
PFNPN	0.4350	-0.1548	-0.1578	-0.1238	-0.2078	-0.2333	-0.0355	-0.0995
ROCE	-0.1320	-0.0737	-0.0159	-0.1281	-0.1794	-0.1858	-0.1838	0.0219
ROE	-0.1716	-0.0103	0.0330	-0.0670	-0.0845	-0.0693	-0.1353	0.0526
ROA	-0.0517	-0.1101	-0.0679	-0.1315	-0.1673	-0.1605	-0.1723	-0.0346
FFR	-0.0402	-0.1514	-0.0975	0.0386	0.0536	0.0798	-0.0681	-0.1665
EMPLOYEE	-0.0240	0.7701	0.8272	0.5467	0.4745	0.3924	0.3145	0.8692
D	-0.0950	-0.0873	-0.0826	-0.0701	-0.0681	-0.0797	-0.1007	-0.0739

	REVENUE	EBITDA	EBITDA~E	PFNPN	ROCE	ROE	ROA	FFR
REVENUE	1.0000							
EBITDA	0.9097	1.0000						
EBITDAREVE~E	-0.1594	0.0291	1.0000					
PFNPN	-0.0988	-0.0920	0.1831	1.0000				
ROCE	0.0261	-0.0681	0.2828	0.3798	1.0000			
ROE	0.0560	-0.0117	0.3199	0.1181	0.8335	1.0000		
ROA	-0.0317	-0.0855	0.3885	0.5242	0.9120	0.8431	1.0000	
FFR	-0.1666	-0.0265	0.9767	0.2597	0.3633	0.3945	0.4771	1.0000
EMPLOYEE	0.8747	0.6456	-0.2067	-0.1259	0.1137	0.1088	0.0184	-0.1866
D	-0.0725	-0.0373	0.3182	0.2841	0.7481	0.6735	0.7517	0.3580

	EMPLOYEE	D
EMPLOYEE	1.0000	
D	-0.0816	1.0000

Fonte: Stata.

La dinamica presentata nel 2018 non si ripropone nel 2019 per le variabili *SUS* e *INN*, per le quali si osserva una relazione negativa. Stabile è, invece, la correlazione con le predittive *ENV*, *GOV* e *SOC*. Torna positiva la relazione con le variabili *CORP* e *INV*.

Tabella 16. Matrice di correlazione, anno 2020.

	RACCOM~E	SENS_VAR	SUS	ENV	SOC	GOV	INN	CORP
RACCOMANDA~E	1.0000							
SENS_VAR	0.2160	1.0000						
SUS	.	.	1.0000					
ENV	0.2305	-0.2096	.	1.0000				
SOC	-0.3606	0.2887	.	-0.1984	1.0000			
GOV	0.3514	-0.2897	.	0.4758	-0.0585	1.0000		
INN	.	.	.	.	.	.	1.0000	
CORP	0.1422	-0.2845	.	0.3741	-0.2525	-0.1707	.	1.0000
INV	0.3167	0.1702	.	0.0031	-0.1508	-0.1446	.	0.6765
CURRENT_AS~T	0.1972	0.3404	.	-0.1512	-0.1770	-0.0740	.	-0.2516
CURRENT_PASS	0.2034	0.3066	.	-0.0476	-0.1668	0.0008	.	-0.2268
IMM_ASSET	0.2844	0.3306	.	-0.0736	-0.1399	0.0305	.	-0.2558
NOTCURR_PASS	0.2860	0.3303	.	-0.0758	-0.1404	0.0265	.	-0.2638
LONG_DEBT	0.3046	0.3469	.	-0.0733	-0.1518	0.0548	.	-0.2769
CRED_VS_CL~T	0.2576	0.3105	.	-0.0969	-0.1846	-0.0642	.	-0.1509
PROD	0.2394	0.2962	.	-0.1073	-0.1443	-0.0789	.	-0.1942
REVENUE	0.2398	0.2996	.	-0.1081	-0.1474	-0.0822	.	-0.1922
EBITDA	0.2987	0.3324	.	-0.0801	-0.1416	0.0068	.	-0.2494
EBITDAREVE~E	0.2958	0.1918	.	0.0394	-0.2166	0.4486	.	-0.3993
PFNPN	0.4641	0.0887	.	-0.3672	-0.4039	-0.1621	.	0.0216
ROCE	0.5383	-0.0258	.	0.0078	-0.1918	0.2158	.	0.0449
ROE	0.6371	-0.1250	.	0.3293	-0.4306	0.3143	.	0.1535
ROA	0.5004	-0.1684	.	0.2201	-0.2642	0.3239	.	0.1520
FFR	0.3582	0.2634	.	0.0793	-0.1924	0.4854	.	-0.3707
EMPLOYEE	0.0830	0.3316	.	-0.1983	-0.1550	-0.2139	.	-0.1749
D	0.1881	0.2924	.	-0.1724	-0.1159	-0.3215	.	-0.2673

	INV	CURREN~T	CURREN~S	IMM_AS~T	NOTCUR~S	LONG_D~T	CRED_V~T	PROD
INV	1.0000							
CURRENT_AS~T	-0.2003	1.0000						
CURRENT_PASS	-0.2151	0.9928	1.0000					
IMM_ASSET	-0.1856	0.9818	0.9888	1.0000				
NOTCURR_PASS	-0.1960	0.9819	0.9883	0.9998	1.0000			
LONG_DEBT	-0.1909	0.9773	0.9843	0.9984	0.9983	1.0000		
CRED_VS_CL~T	-0.1387	0.9892	0.9884	0.9833	0.9820	0.9759	1.0000	
PROD	-0.1863	0.9887	0.9879	0.9869	0.9873	0.9780	0.9937	1.0000
REVENUE	-0.1840	0.9894	0.9880	0.9862	0.9866	0.9773	0.9943	1.0000
EBITDA	-0.1865	0.9807	0.9857	0.9989	0.9994	0.9968	0.9831	0.9895
EBITDAREVE~E	0.0119	-0.0114	0.0083	0.0927	0.0902	0.1385	-0.0344	-0.0548
PFNPN	0.4076	0.0741	0.0237	0.1144	0.1109	0.1215	0.1213	0.0935
ROCE	0.2032	0.1016	0.1164	0.2282	0.2328	0.2554	0.1244	0.1498
ROE	0.1451	0.0647	0.1009	0.1867	0.1925	0.2146	0.0963	0.1138
ROA	0.1879	0.0322	0.0681	0.1570	0.1619	0.1826	0.0535	0.0807
FFR	0.0368	-0.0095	0.0124	0.0937	0.0914	0.1434	-0.0334	-0.0580
EMPLOYEE	-0.1675	0.9336	0.9109	0.8671	0.8657	0.8500	0.9264	0.9153
D	-0.1909	-0.0626	-0.1106	-0.0869	-0.0695	-0.0632	-0.1361	-0.0813

	REVENUE	EBITDA	EBITDA~E	PFNPN	ROCE	ROE	ROA	FFR
REVENUE	1.0000							
EBITDA	0.9888	1.0000						
EBITDAREVE~E	-0.0579	0.0771	1.0000					
PFNPN	0.0939	0.1226	0.4338	1.0000				
ROCE	0.1439	0.2437	0.5550	0.3909	1.0000			
ROE	0.1092	0.2028	0.5246	0.3042	0.9168	1.0000		
ROA	0.0747	0.1702	0.4887	0.2081	0.9599	0.9556	1.0000	
FFR	-0.0606	0.0783	0.9864	0.3592	0.5661	0.5456	0.5104	1.0000
EMPLOYEE	0.9185	0.8650	-0.2638	0.0334	-0.2222	-0.2346	-0.2895	-0.2675
D	-0.0813	-0.0553	0.0904	-0.0301	0.3498	0.3807	0.3325	0.1382
		EMPLOYEE	D					
EMPLOYEE	1.0000							
D	-0.1668	1.0000						

Fonte: Stata.

Per l'ultimo anno dell'indagine non si possiedono informazioni circa la relazione con le variabili *INN*, il cui contenuto nel primo semestre del 2020 è pari a 0, e *SUS*. Per quanto riguarda le rimanenti predittive, si ripropone la dinamica osservata nel 2019.

È palese come dall'analisi statistica non sia possibile delineare una dinamica precisa che spieghi puntualmente i fattori del campione di riferimento, e di conseguenza si procede con il modello di regressione ordered, finalizzato a studiare l'influenza delle variabili predittive sulla variabile predetta.

3.4.4 Analisi inferenziale

Si procede con l'analisi inferenziale e di ciascuna variabile indipendente si osserva, innanzitutto, la probabilità. L'indicazione `Prob > chi2` descrive la probabilità della statistica test del modello di regressione adottato, che poggia sull'ipotesi nulla di non significatività dei coefficienti. Per dei valori $p < \alpha$, dove α è fissato pari a 0.05 ed esprime un livello di confidenza pari al 95%, l'ipotesi nulla a favore di coefficienti uguali a zero viene rifiutata.

Di seguito si propone la regressione per ciascuna delle variabili indipendenti di interesse e al termine si riporta la regressione finale complessiva di tutte.

Tabella 17. Ordered regression, variabile indipendente SENS_VAR.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	157
	LR chi2(18)	=	40.34
	Prob > chi2	=	0.0019
Log likelihood = -650.88772	Pseudo R2	=	0.0301

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
1. SENS_VAR	.463263	.4007412	1.16	0.248	-.3221753	1.248701
CURRENT_ASSET	-.0000138	.0000687	-0.20	0.840	-.0001484	.0001207
CURRENT_PASS	-.000031	.000106	-0.29	0.770	-.0002387	.0001768
IMM_ASSET	.0000251	.0000798	0.31	0.753	-.0001313	.0001815
NOTCURR_PASS	-.0000846	.0001068	-0.79	0.428	-.000294	.0001247
LONG_DEBT	.0001246	.0000701	1.78	0.075	-.0000127	.000262
CRED_VS_CLIENT	-.0001377	.0002506	-0.55	0.583	-.000629	.0003535
PROD	.0002323	.0004374	0.53	0.595	-.000625	.0010896
REVENUE	-.000143	.0004308	-0.33	0.740	-.0009872	.0007013
EBITDA	-.0002181	.000181	-1.20	0.228	-.000573	.0001367
EBITDAREVENUE	.0948955	.0446138	2.13	0.033	.0074541	.182337
PFNPN	-.0198671	.0163744	-1.21	0.225	-.0519604	.0122261
ROCE	-.1565636	.0549596	-2.85	0.004	-.2642825	-.0488447
ROE	.0168246	.0166203	1.01	0.311	-.0157506	.0493998
ROA	.2591927	.0993392	2.61	0.009	.0644915	.453894
FFR	-.1186879	.058245	-2.04	0.042	-.2328461	-.0045297
EMPLOYEE	-.0000286	.0000215	-1.33	0.183	-.0000706	.0000135
D	-.0234718	.0088225	-2.66	0.008	-.0407636	-.0061801

Fonte: Stata.

Per un LR chi2 pari a 40.34 con un valore del p-value pari a 0.248 si stabilisce che la variabile SENS_VAR risulta essere non significativa.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente SUS.

Tabella 18. Ordered regression, variabile indipendente SUS.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	118
	LR chi2(18)	=	38.04
	Prob > chi2	=	0.0038
Log likelihood = -472.41709	Pseudo R2	=	0.0387

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
SUS	5852.069	8948.784	0.65	0.513	-11687.23	23391.36
CURRENT_ASSET	8.54e-06	.000072	0.12	0.906	-.0001326	.0001496
CURRENT_PASS	-.0000916	.0001091	-0.84	0.401	-.0003054	.0001221
IMM_ASSET	.0000561	.000082	0.68	0.494	-.0001046	.0002167
NOTCURR_PASS	-.000119	.0001178	-1.01	0.312	-.0003499	.0001119
LONG_DEBT	.0001237	.0000786	1.58	0.115	-.0000302	.0002777
CRED_VS_CLIENT	-.0000557	.0002745	-0.20	0.839	-.0005937	.0004823
PROD	.0001875	.0004717	0.40	0.691	-.000737	.001112
REVENUE	-.000135	.0004635	-0.29	0.771	-.0010434	.0007735
EBITDA	-.0000887	.000193	-0.46	0.646	-.000467	.0002897
EBITDAREVENUE	.0267557	.0545534	0.49	0.624	-.0801671	.1336784
PFNPN	-.0318353	.0176326	-1.81	0.071	-.0663945	.002724
ROCE	-.1483941	.0594331	-2.50	0.013	-.2648807	-.0319074
ROE	.0199305	.018093	1.10	0.271	-.0155311	.055392
ROA	.2596829	.1006537	2.58	0.010	.0624052	.4569606
FFR	-.0366778	.069552	-0.53	0.598	-.1729971	.0996416
EMPLOYEE	-9.55e-06	.0000234	-0.41	0.684	-.0000555	.0000364
D	-.0182324	.0088191	-2.07	0.039	-.0355174	-.0009474

Fonte: Stata.

Con un valore del p-value pari a 0.513 si stabilisce che la variabile SUS è non significativa.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente ENV.

Tabella 19. Ordered regression, variabile indipendente ENV.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	118
	LR chi2(18)	=	37.22
	Prob > chi2	=	0.0049
Log likelihood = -472.82489	Pseudo R2	=	0.0379

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
ENV	293.5328	553.0377	0.53	0.596	-790.4012	1377.467
CURRENT_ASSET	.0000116	.000072	0.16	0.872	-.0001295	.0001527
CURRENT_PASS	-.0000952	.000109	-0.87	0.383	-.0003088	.0001185
IMM_ASSET	.000059	.0000817	0.72	0.471	-.0001012	.0002191
NOTCURR_PASS	-.0001183	.0001178	-1.00	0.315	-.0003492	.0001125
LONG_DEBT	.0001249	.0000786	1.59	0.112	-.0000291	.0002788
CRED_VS_CLIENT	-.0001076	.0002717	-0.40	0.692	-.0006402	.0004249
PROD	.0001869	.0004687	0.40	0.690	-.0007318	.0011056
REVENUE	-.0001345	.0004607	-0.29	0.770	-.0010375	.0007685
EBITDA	-.0000707	.0001925	-0.37	0.713	-.0004481	.0003066
EBITDAREVENUE	.0225212	.0566559	0.40	0.691	-.0885223	.1335647
PFNPN	-.0281951	.0180259	-1.56	0.118	-.0635253	.007135
ROCE	-.1400637	.062889	-2.23	0.026	-.2633239	-.0168035
ROE	.020792	.0181507	1.15	0.252	-.0147827	.0563666
ROA	.2420279	.1049864	2.31	0.021	.0362583	.4477975
FFR	-.0320022	.0720532	-0.44	0.657	-.173224	.1092195
EMPLOYEE	-.0000103	.0000233	-0.44	0.660	-.0000559	.0000354
D	-.0183544	.0089496	-2.05	0.040	-.0358952	-.0008135

Fonte: Stata.

Per un valore del p-value pari a 0.596 anche la variabile ENV è non significativa.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente SOC.

Tabella 20. Ordered regression, variabile indipendente SOC.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	118
	LR chi2(18)	=	41.09
	Prob > chi2	=	0.0015
Log likelihood = -470.89144	Pseudo R2	=	0.0418

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
SOC	-7620.88	4317.776	-1.77	0.078	-16083.57	841.8058
CURRENT_ASSET	5.08e-06	.0000719	0.07	0.944	-.0001359	.0001461
CURRENT_PASS	-.0000924	.0001087	-0.85	0.395	-.0003055	.0001206
IMM_ASSET	.0000574	.0000815	0.70	0.481	-.0001024	.0002172
NOTCURR_PASS	-.0001143	.000118	-0.97	0.333	-.0003455	.0001169
LONG_DEBT	.0001245	.0000788	1.58	0.114	-.00003	.0002789
CRED_VS_CLIENT	-.0000995	.0002713	-0.37	0.714	-.0006313	.0004322
PROD	.0001796	.0004742	0.38	0.705	-.0007498	.001109
REVENUE	-.000126	.0004661	-0.27	0.787	-.0010396	.0007876
EBITDA	-.0000727	.0001943	-0.37	0.708	-.0004535	.0003081
EBITDAREVENUE	.0073158	.0554773	0.13	0.895	-.1014176	.1160492
PFNPN	-.029908	.0173157	-1.73	0.084	-.0638462	.0040302
ROCE	-.1532115	.0596231	-2.57	0.010	-.2700705	-.0363524
ROE	.0203433	.0179805	1.13	0.258	-.0148978	.0555844
ROA	.2625936	.1008075	2.60	0.009	.0650144	.4601727
FFR	-.0114066	.0701886	-0.16	0.871	-.1489738	.1261605
EMPLOYEE	-.0000107	.0000234	-0.46	0.646	-.0000565	.0000351
D	-.0196938	.0089031	-2.21	0.027	-.0371435	-.0022441

Fonte: Stata.

Da un valore del p-value pari a 0.078 la variabile SOC è non significativa. Tuttavia, se si fosse fissato un livello di confidenza pari al 90%, con un $\alpha = 10\%$ la variabile sarebbe stata considerata significativa, penalizzando però l'accuratezza del modello. Un aumento unitario della variabile predittiva comporterebbe un effetto negativo sulla variabile predetta per un valore di 7620.88.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente GOV.

Tabella 21. Ordered regression, variabile indipendente GOV.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	118
	LR chi2(18)	=	39.73
	Prob > chi2	=	0.0023
Log likelihood = -471.56838	Pseudo R2	=	0.0404

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
GOV	1432.809	1096.57	1.31	0.191	-716.4287	3582.047
CURRENT_ASSET	.0000133	.0000719	0.18	0.854	-.0001276	.0001541
CURRENT_PASS	-.0000967	.0001089	-0.89	0.375	-.0003101	.0001168
IMM_ASSET	.000057	.0000816	0.70	0.485	-.000103	.000217
NOTCURR_PASS	-.0001188	.0001174	-1.01	0.311	-.0003488	.0001112
LONG_DEBT	.0001265	.0000783	1.62	0.106	-.000027	.00028
CRED_VS_CLIENT	-.0000809	.0002726	-0.30	0.767	-.0006151	.0004534
PROD	.000177	.0004722	0.37	0.708	-.0007486	.0011026
REVENUE	-.0001273	.0004642	-0.27	0.784	-.0010371	.0007824
EBITDA	-.0000626	.0001938	-0.32	0.747	-.0004425	.0003174
EBITDAREVENUE	.0126773	.0557314	0.23	0.820	-.0965542	.1219088
PFNPN	-.0301886	.0175451	-1.72	0.085	-.0645764	.0041992
ROCE	-.1413931	.0599645	-2.36	0.018	-.2589215	-.0238648
ROE	.01901	.0177206	1.07	0.283	-.0157217	.0537418
ROA	.252386	.1003462	2.52	0.012	.0557112	.4490609
FFR	-.0264354	.070999	-0.37	0.710	-.1655908	.1127201
EMPLOYEE	-9.33e-06	.0000235	-0.40	0.692	-.0000555	.0000368
D	-.0167476	.008909	-1.88	0.060	-.0342089	.0007137

Fonte: Stata.

La variabile GOV essendo caratterizzata da un valore del p-value pari a 0.191 è non significativa.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente INN.

Tabella 22. Ordered regression, variabile indipendente INN.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	118
	LR chi2(18)	=	37.91
	Prob > chi2	=	0.0040
Log likelihood = -472.47778	Pseudo R2	=	0.0386

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
INN	2373.218	12437.86	0.19	0.849	-22004.53	26750.97
CURRENT_ASSET	9.49e-06	.0000721	0.13	0.895	-.0001318	.0001508
CURRENT_PASS	-.0000923	.00011	-0.84	0.401	-.0003079	.0001232
IMM_ASSET	.0000582	.000082	0.71	0.478	-.0001025	.0002189
NOTCURR_PASS	-.0001174	.0001181	-0.99	0.320	-.0003488	.0001141
LONG_DEBT	.0001245	.0000785	1.58	0.113	-.0000295	.0002784
CRED_VS_CLIENT	-.0000987	.0002733	-0.36	0.718	-.0006343	.000437
PROD	.000199	.0004761	0.42	0.676	-.0007342	.0011322
REVENUE	-.000146	.0004678	-0.31	0.755	-.0010628	.0007708
EBITDA	-.0000728	.0001942	-0.37	0.708	-.0004535	.0003079
EBITDAREVENUE	.0139862	.0558508	0.25	0.802	-.0954794	.1234517
PFNPN	-.0308275	.0176718	-1.74	0.081	-.0654636	.0038085
ROCE	-.1533951	.0596641	-2.57	0.010	-.2703346	-.0364555
ROE	.0209265	.0181841	1.15	0.250	-.0147138	.0565667
ROA	.2606192	.1009162	2.58	0.010	.0628271	.4584112
FFR	-.0204535	.0710012	-0.29	0.773	-.1596132	.1187063
EMPLOYEE	-.0000109	.0000239	-0.46	0.649	-.0000578	.000036
D	-.0190251	.0089139	-2.13	0.033	-.036496	-.0015543

Fonte: Stata.

Con un valore del p-value pari a 0.849 la variabile INN è fortemente non significativa.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente CORP.

Tabella 23. Ordered regression, variabile indipendente CORP.

Ordered logistic regression	Number of obs	=	118
	LR chi2(18)	=	38.04
	Prob > chi2	=	0.0038
Log likelihood = -472.4145	Pseudo R2	=	0.0387

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
CORP	217.228	537.3311	0.40	0.686	-835.9216	1270.378
CURRENT_ASSET	.0000127	.0000724	0.18	0.860	-.0001291	.0001546
CURRENT_PASS	-.0000931	.0001094	-0.85	0.395	-.0003075	.0001212
IMM_ASSET	.0000585	.0000819	0.71	0.475	-.0001019	.0002189
NOTCURR_PASS	-.0001186	.0001178	-1.01	0.314	-.0003496	.0001124
LONG_DEBT	.0001254	.0000786	1.60	0.110	-.0000286	.0002794
CRED_VS_CLIENT	-.0000997	.0002724	-0.37	0.714	-.0006335	.0004342
PROD	.0001929	.0004752	0.41	0.685	-.0007386	.0011243
REVENUE	-.0001415	.0004672	-0.30	0.762	-.0010571	.0007742
EBITDA	-.0000683	.0001932	-0.35	0.724	-.0004469	.0003103
EBITDAREVENUE	.0148729	.0559611	0.27	0.790	-.0948089	.1245548
PFNPN	-.0301939	.0177533	-1.70	0.089	-.0649898	.004602
ROCE	-.1462114	.0610888	-2.39	0.017	-.2659431	-.0264796
ROE	.0204677	.018031	1.14	0.256	-.0148725	.0558079
ROA	.2513635	.1025839	2.45	0.014	.0503028	.4524241
FFR	-.0199185	.0709543	-0.28	0.779	-.1589863	.1191493
EMPLOYEE	-.0000103	.0000235	-0.44	0.660	-.0000563	.0000357
D	-.0187245	.0089551	-2.09	0.037	-.0362762	-.0011729

Fonte: Stata.

Per un valore del p-value pari a 0.686 la variabile CORP viene ritenuta non significativa.

Si prosegue analizzando la variabile indipendente INV.

Tabella 24. Ordered regression, variabile indipendente INV.

Ordered logistic regression	Number of obs =	118
	LR chi2(18) =	40.84
	Prob > chi2 =	0.0016
Log likelihood = -471.01437	Pseudo R2 =	0.0416

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]
INV	1080.739	625.6221	1.73	0.084	-145.4575 2306.936
CURRENT_ASSET	-.0000187	.0000744	-0.25	0.802	-.0001646 .0001272
CURRENT_PASS	-.0000272	.0001156	-0.24	0.814	-.0002537 .0001994
IMM_ASSET	.0000198	.0000861	0.23	0.818	-.000149 .0001886
NOTCURR_PASS	-.0000855	.0001201	-0.71	0.477	-.000321 .00015
LONG_DEBT	.0001475	.0000798	1.85	0.065	-8.91e-06 .000304
CRED_VS_CLIENT	-.0001218	.0002765	-0.44	0.659	-.0006638 .0004201
PROD	.0002603	.0004761	0.55	0.585	-.0006729 .0011935
REVENUE	-.0001817	.0004675	-0.39	0.697	-.001098 .0007345
EBITDA	-.0001125	.0001956	-0.58	0.565	-.0004959 .0002709
EBITDAREVENUE	.0056565	.0562625	0.10	0.920	-.1046159 .1159289
PFNPN	-.0292257	.0175765	-1.66	0.096	-.0636751 .0052236
ROCE	-.1375739	.0598729	-2.30	0.022	-.2549226 -.0202251
ROE	.0171923	.0174562	0.98	0.325	-.0170212 .0514058
ROA	.2455517	.100115	2.45	0.014	.0493299 .4417735
FFR	-.0114177	.0712919	-0.16	0.873	-.1511473 .128312
EMPLOYEE	-.000026	.0000252	-1.03	0.303	-.0000754 .0000234
D	-.0170481	.0088496	-1.93	0.054	-.0343929 .0002967

Fonte: Stata.

Infine, con un valore del p-value di poco superiore all' α fissato e pari a 0.084 la variabile INV è ritenuta non significativa. Tuttavia, aumentando l' α fino al 10%, la variabile sarebbe significativa. Un suo aumento unitario determinerebbe un effetto positivo sulla variabile dipendente pari a 1080.739.

Tabella 25. Ordered regression finale.

```
Iteration 0: log likelihood = -485.66841
Iteration 1: log likelihood = -465.83651
Iteration 2: log likelihood = -463.71661
Iteration 3: log likelihood = -463.68651
Iteration 4: log likelihood = -463.68651
```

Ordered logistic regression	Number of obs =	117
	LR chi2(25) =	43.96
	Prob > chi2 =	0.0109
Log likelihood = -463.68651	Pseudo R2 =	0.0453

Fonte: Stata.

Il rapporto di verosimiglianza, **likelihood ratio chi-square**, LR χ^2 pari a 43.96 con un valore del p -value pari a 0.0109 indica che il modello complessivamente è statisticamente significativo, nonostante molte siano le variabili indipendenti di interesse ad essere non significative. Tuttavia, se si fosse fissato un $\alpha = 1\%$ corrispondente ad un livello di confidenza pari all'99%, optando per una maggior certezza derivante da una probabilità di errore inferiore, l'ipotesi nulla di non significatività sarebbe stata accettata. Dunque, la significatività è di solo alcune delle variabili indipendenti utilizzate.

Tabella 26. Ordered regression finale.

RACCOMANDAZIONE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
1. SENS_VAR	.0587093	.548313	0.11	0.915	-1.015964	1.133383
SUS	3808.891	9505.056	0.40	0.689	-14820.68	22438.46
ENV	244.47	575.4212	0.42	0.671	-883.3347	1372.275
SOC	-6790.825	4557.69	-1.49	0.136	-15723.73	2142.084
GOV	769.3832	1298.181	0.59	0.553	-1775.004	3313.771
INN	2547.065	12719.62	0.20	0.841	-22382.93	27477.06
CORP	-142.7216	687.2752	-0.21	0.835	-1489.756	1204.313
INV	830.4404	826.5097	1.00	0.315	-789.4888	2450.37
CURRENT_ASSET	-.0000184	.0000772	-0.24	0.812	-.0001697	.0001329
CURRENT_PASS	-.0000334	.0001203	-0.28	0.781	-.0002691	.0002023
IMM_ASSET	.0000184	.0000876	0.21	0.833	-.0001533	.0001902
NOTCURR_PASS	-.0000795	.0001215	-0.65	0.513	-.0003177	.0001586
LONG_DEBT	.0001417	.0000807	1.76	0.079	-.0000165	.0002999
CRED_VS_CLIENT	-.0001007	.000286	-0.35	0.725	-.0006612	.0004598
PROD	.0002004	.0004709	0.43	0.670	-.0007225	.0011233
REVENUE	-.0001245	.0004611	-0.27	0.787	-.0010283	.0007792
EBITDA	-.0001105	.0002005	-0.55	0.581	-.0005034	.0002824
EBITDAREVENUE	.003467	.0581919	0.06	0.952	-.110587	.117521
PFNPN	-.0268576	.0175652	-1.53	0.126	-.0612847	.0075694
ROCE	-.1278873	.0658469	-1.94	0.052	-.2569449	.0011703
ROE	.0167981	.0175926	0.95	0.340	-.0176828	.0512789
ROA	.2384597	.110619	2.16	0.031	.0216505	.455269
FFR	-.013385	.075229	-0.18	0.859	-.1608311	.1340611
EMPLOYEE	-.000024	.0000272	-0.88	0.377	-.0000773	.0000293
D	-.0163225	.0091399	-1.79	0.074	-.0342364	.0015914

Fonte: Stata.

Analizzando nel complesso le p -value si hanno conferme di quanto precedentemente sostenuto: solamente la variabile di controllo *ROA* è considerata ampiamente

significativa con una $\text{Prob}=0.031$. Un aumento di un'unità della seguente variabile determina un aumento dello 0.24 nella probabilità logaritmica della variabile predetta, definendo un livello di applicazione migliore, quando le restanti variabili rimangono invariate. Fissando, tuttavia, un livello di confidenza pari al 90%, con un $\alpha = 10\%$ risulterebbero significative anche le variabili di controllo LONG_DEBT, ROCE e D, che si ricorda essere $\Delta = \frac{\text{Target price} - \text{Current price}}{\text{Current price}}$.

Dunque, dall'interpretazione dei p-value delle variabili si conclude la non significatività delle variabili indipendenti del modello studiato, che non può essere attribuita alla costruzione di questo poiché vi sono delle variabili di controllo che risultano essere significative. I risultati dell'analisi di regressione danno validità all'ipotesi secondo la quale gli analisti non si lasciano influenzare da filosofie *green* ed è concorde con quanto dedotto dal precedente studio manuale delle *conference call*.

3.5 Commento ai risultati ottenuti

La prima analisi empirica effettuata è stata condotta con la convinzione che negli anni le aziende avessero modulato la propria comunicazione seguendo un modello sostenibile che abbracciasse le diverse tematiche in cui si scindono le operazioni ESG. Partendo gli studi empirici, si considerava quasi accertato il *modus comunicandi* delle principali aziende attive nella *green economy* e portatrici di un sostenibile e responsabile *modus operandi*. Tale idea è stata parzialmente spodestata dalla oggettività dell'analisi empirica condotta. Le aziende, nonostante la filosofia green esaltata dai siti aziendali e dai diversi strumenti di marketing, come i social media, dinnanzi agli stakeholder, attuali e potenziali, in sede di *conference call* forniscono in prevalenza informazioni finanziarie. Nel campione esaminato il 40% delle notizie divulgate si riferisce a comunicazioni relative alla *corporate* e per il 24% vi sono riferimenti ad *investimenti* effettuati e ipotizzati, dimostrando quantitativamente un maggior interesse per informazioni finanziarie. Marginale è il contenuto legato alle

operazioni *ESG*: per il 23% si trattano notizie riguardanti l'*environmental*, per il 9% si espongono quelle riferite alla *governance* e solo per l'1% vi sono riferimenti alla componente *social*. Il contenuto *innovativo* è pari al 2%: presumibilmente ciò è dovuto al suo recente sviluppo. Tuttavia, quello che viene chiesto alle aziende dalla comunità non è di snaturarsi dai propri obblighi economici, piuttosto, di integrare informazioni extra-finanziarie a quelle finanziarie, di ricondurre in termini economici operazioni *ESG*. Come si è letto dai grafici, nella maggior parte dei casi ciò è avvenuto con una sostenibilità divulgata fortemente legata al core business aziendale.

Si ricorda, inoltre, che in linea generale tali divulgazioni avvengono maggiormente nella fase iniziale della *call*, delineando la figura di un manager attento alle esigenze informative degli analisti.

Nella seconda parte del capitolo si è effettuata una seconda analisi di tipo quantitativo con lo sviluppo di un sistema di regressione che ha evidenziato la non significatività delle variabili indipendenti proposte rispetto alla variabile dipendente. Già dalla lettura dell'analisi qualitativa si era sviluppata l'ipotesi di una mancanza di interesse da parte degli analisti per via di una limitata richiesta di informazioni su operazioni sostenibili: ipotesi che ha trovato conferme nella seconda analisi. Tuttavia, se per gli analisti le considerazioni sulle operazioni sostenibili non sembrano essere così decisive in fase di valutazione, non si può escludere l'influenza di queste filosofie *green* sugli individui.

Concludendo, le *conference call* possono essere considerate lo strumento migliore per soddisfare l'esigenza di una finanza sostenibile. Inoltre, quelle utilizzate dalle aziende del campione sembrano essere in linea con le *Sustainability conference call* teorizzate che tanto esaltano una sostenibilità espressa finanziariamente. Nei casi analizzati, infatti, emergono dei modelli sostenibili perfettamente coerenti con le attività aziendali svolte. Con queste è, dunque, possibile trasmettere l'impegno per le questioni socio-ambientali, senza sminuire la produzione di ricchezza.

Conclusion

“499 fenomeni atmosferici estremi, è emergenza climatica”: è quello che si leggeva il 10 Luglio del 2019 nel blog del partito europeo EuropaVerde, l’ennesimo convegno che dimostrava l’urgenza di agire per tutelare l’ecosistema. La portata dei fenomeni ha richiesto il rapido intervento da parte della società, che è intervenuta sfruttando le innovazioni messe a disposizione dalle nuove competenze tecnologiche e dai nuovi processi organizzativi. All’interno delle società sistema economico e sistema ecologico devono avere lo stesso peso, concetto che espresso in termini aziendali si traduce in aziende focalizzate tanto nella generazione e distribuzione di profitto, quanto nell’adeguamento sostenibile. Responsabilità e sostenibilità si fondono in un’unica linea guida verso un modello economico socialmente sostenibile, che presuppone un legame tra economia e società, definito dalla relazione azienda-comunità. L’anello di giunzione diventa la comunicazione in quanto l’informazione è una risorsa intangibile imprescindibile per tenere il passo ad una società in evoluzione. Le strategie comunicative hanno consentito all’azienda di informare gli operatori del mercato accrescendo la loro conoscenza sulle operazioni economiche e sugli impatti di queste sull’ecosistema. Con la maggior consapevolezza sociale circa la necessità di interventi più incisivi, si sono sviluppate nuove forme di comunicazione che consentono un’informativa più precisa. Si parla di comunicazione sostenibile, alla quale si dà il merito di aver reso più *responsabili* le aziende, riunendo in un’unica priorità le esigenze sociali sfociate in nuovi valori etici e morali e il bisogno di generare profitto, proprio della realtà aziendale. Alle forme di *disclosure* tradizionalmente imposte dalle norme si sono affiancate quelle *volontarie*, ri-

sorse inevitabili per l'azienda che vuole assicurare alla comunità l'impegno al sociale. Di queste forme si è consolidato l'uso delle *conference call*, che permettono all'azienda di raggiungere gli obiettivi della strategia sostenibile elaborata. Questa si qualifica come quel processo nato dall'unione tra la dimensione economica e quella sociale trasposta, sotto un'ottica responsabile, all'interno delle aziende.

Dalla letteratura è emerso come questa tipologia di *voluntary disclosure* fornisca una quantità informativa maggiore rispetto ad altri strumenti, quali eventuali report, un fenomeno da ricondurre al libero accesso a tutti gli operatori con le *open conference call*. L'azienda, che egoisticamente cerca di attrarre il consenso della comunità per la propria profittabilità, è consapevole di dover trasmettere il valore sostenibile realizzato dall'attività aziendale e per questo deve aprire le porte alla società. A questa deve, inoltre, concedere tutte le informazioni ritenute necessarie. Tuttavia, è con le *Sustainability conference call* che emerge l'effettivo impegno da parte dei manager aziendali a raccontare la strategia sostenibile in termini finanziari. L'impegno illustrato all'interno di siti web aziendali, che decantano una *filosofia green* accuratamente attenta alle questioni socioculturali-ambientali, si scontra però con la realtà portata alla luce dallo studio svolto. Dalla prima analisi è senz'altro emersa la maggior divulgazione informativa da parte dei vertici aziendali, tuttavia l'impegno sostenibile viene raccontato in modo sintetico rispetto alle tematiche finanziarie. Restano dunque preponderanti le informazioni finanziarie rispetto alle questioni *ESG*, un fenomeno causato anche dal comportamento della comunità finanziaria. Infatti, se da un lato la comunità si adopera per rispondere alle nuove esigenze sostenibili, dall'altro quella parte di operatori attivi nel mercato del capitale, sembrano essere ancora maggiormente interessati alle questioni economiche. Il manager aziendale presentando le operazioni svolte a tutela dell'ambiente e dei diritti umani, con spesso particolare attenzione alla propria forza lavoro, si dimostra sostenibilmente responsabile ma si imbatte poi con l'attenzione ridotta degli analisti. Sicuramente quella fatta dall'azienda è una comunicazione in buona parte con finalità di marketing ma non la si può ritenere incurante degli obiettivi sostenibili. Quella ela-

borata è una strategia comunicativa che perfettamente abbraccia tanto la sfera economica quanto quella sociale, con la divulgazione di concetti sostenibili strettamente connessi al core business aziendale. Dunque, si può ritenere che seppur con molta lentezza, le richieste della comunità stanno trovando accoglimento, anche se lacunosa è la risposta degli operatori.

Appendice

Termini impiegati nell'analisi empirica

Ambito di sostenibilità	Termine cercato	Tone	Numerosità della citazione	n. di aziende sul campione (35)
SUSTAINABILITY	Carbon Disclosure Project	ND	2	1
	corporate sustainability	P	2	2
	Dow Jones Sustainability Indices	P	4	2
	economically sustainable	P	3	3
	ESG	ND	2	2
	new sustainable investment	P	0	0
	new sustainable technology	P	0	0
	socially and environmentally sustainable business model	ND	3	1
	sustainability	P	35	16
	sustainability program	P	10	7
	sustainability trend	P	6	5
	sustainable	P	20	7
	sustainable business	P	12	7
	Sustainable Development Goal	P	10	3
	sustainable goal	P	10	6
	sustainable investment	P	7	5
sustainable performance	P	12	6	
ENVIRONMENTAL	biomethane	V: P - NEG	12	1
	CO2	V: P - NEG	87	14
	CO2 consumption	NEG	1	1
	CO2 emission	P	38	14
	CO2 impact	ND	3	2

	CO2 reduction	P	18	7
	coal	V	57	5
	coal-to-gas	P	5	2
	decarbonization	P	29	6
	deepwater project	P	22	3
	electrical vehicle	P	23	7
	electricity	V: P - NEG	36	8
	emission	P	19	4
	energy consumption	P	17	6
	energy efficiency	P	75	10
	energy production	ND	12	4
	energy reform	P	7	2
	energy solution	P	17	4
	energy vehicle	P	2	1
	environment	ND	69	14
	environmental impact	ND	1	1
	external ecosystem	ND	2	1
	fiber optic	P	14	3
	fiber optic system	P	1	1
	fuel cell electric vehicle	P	58	6
	gas distribution	ND	3	1
	gas generation	ND	7	4
	geological area	ND	1	1
	geological condition	ND	2	1
	green certificates	P	123	5
	green energy	P	5	2
	green infrastructure	P	5	2
	green mobility	P	5	3
	hybrid engine	P	27	9
	hybridization	P	1	1
	hydro concession	ND	9	1
	hydro existing production	ND	1	1
	hydro expected production	V: P - NEG	1	1
	hydro production	V: P - NEG	45	7
	hydroelectric energy	P	2	2

	hydroelectric power	P	5	3
	hydroelectric volume	P	3	2
	hydroelectricity	ND	1	1
	hydrogen	P	106	11
	hydrogen emission	NEG	1	1
	internal combustion engine	ND	1	1
	material recovery	P	2	2
	natural resource	P	21	5
	norenwable	ND	0	0
	recycled cotton	P	1	1
	recycling	P	46	7
	reduce carbon emission	P	4	3
	renewable	P	207	9
	renewable business	P	14	4
	renewable energy	P	27	8
	renewable source	P	19	10
	temperature effect	NEG	33	11
	waste	V: P - ND	64	8
	waste disposal	ND	14	3
	waste management	ND	26	5
	waste treatment	ND	40	5
	water cycle	ND	18	3
	water distribution	ND	13	4
	water investment	P	4	2
	water losses	NEG	2	2
SOCIAL	existing territories	ND	1	1
	geopolitical tension	ND	2	2
	human resource	P	3	3
	local aggregation	P	9	6
	local production	ND	7	3
	local project	ND	1	1
	mobility	P	8	2
	mobility service	P	1	1
	new mobility	ND	3	1
	responsibility	P	2	1

	sharing mobility	P	1	1
	shipment profitable and sustainable	P	1	1
	smart mobility	P	16	4
	smart service	P	2	2
	smart solution	P	7	4
	social tool	P	2	1
GOVERNANCE	antitrust	ND	13	7
	antitrust authority	ND	11	7
	authority	V: P - NEG	35	9
	authorization	V: P - NEG	40	9
	European Transparency Directive	P	2	1
	existing regulation	ND	3	2
	existing regulatory	ND	5	2
	future regulatory	ND	1	1
	infrastructural regulation	ND	1	1
	legislation	ND	2	2
	legislative change	ND	1	1
	local authority	V: P - NEG	14	7
	local government	V: P - NEG	18	8
	national authority	V: P - NEG	2	2
	new government	ND	7	2
	new regulation	ND	38	13
	new regulatory	ND	18	8
	new regulatory framework	ND	13	5
	new transparency directive	P	3	3
	next regulatory period	ND	9	2
	region government	V: P - NEG	1	1
	regional law	V: P - NEG	5	2
	regulation	ND	80	13
	regulation for measurements of emission	P	1	1
	regulation framework	ND	5	2
	regulation passes	ND	17	6
	regulator	ND	103	12

	regulatory	ND	47	16
	regulatory effect	V: P - NEG	7	4
	regulatory framework	ND	28	9
	regulatory impact	V: P - NEG	8	2
	regulatory issues	ND	3	3
	regulatory review	ND	13	5
	regulatory risk	P	4	3
	regulatory situation	ND	8	5
	risk	P	26	13
	risk hedging strategy	P	20	7
INNOVATION	digital innovation	P	5	4
	innovation	P	52	18
	innovative service	P	4	4
	innovative solution	P	13	8
	innovative system	P	2	2
	new technology development	ND	25	13
	sustainable hydrogen technology	P	1	1
	technology innovation	ND	23	11
INVESTMENT	energy renewable project	P	5	1
	existing project	P	2	2
	financial investment	P	23	5
	future project	P	2	1
	investment	V: P - ND	879	33
	investment climate	P	1	1
	IT investment	P	39	13
	IT project	P	10	6
	IT system	P	11	7
	new investment	ND	34	12
	new project	ND	50	15
	potential guidelines	ND	1	1
	project	ND	536	29

CORPORATE	client	P	353	20
ACTOR	community	V: P - ND	5	4
	consumer	P	57	12
	customer	P	929	32
	customer experience	P	11	2
	customer service	P	2	2
	customer-centric	P	12	5
	employee	P	145	25
	existing client	P	5	4
	financial community	ND	12	7
	gas client	ND	1	1
	local client	P	5	5
	local customer	P	3	2
	new client	ND	37	13
	new customer	P	46	11
	new employee	P	7	2
	nonregulated client	ND	2	1
	old client	P	2	1
	old customer	P	4	1
	solid and sustainable relation	P	1	1
	target client	ND	1	1
traditional markets	ND	3	3	
workforce	ND	22	12	
ECONOMY	circular economy	P	59	9
	economic growth	P	4	3
	financial performance	P	5	5
	financial asset value	ND	3	2
	financial growth	V: P - ND	44	12
	financial highlight	ND	108	21
	financial position	P	381	29
	financial value	ND	4	4
	global economy	ND	4	4

	industrial growth	V: P - ND	2	2
	international global economy	V: P - ND	2	2
	organic growth	P	383	20

Bibliografia

Baglioni S., Sinclair S., 2018, *Social innovation and social policy: Theory, policy and practice*, Bristol University Press.

Beers B., 2018, *What is an earnings conference call?*, Investopedia.com.

Beretta S., *No News, Bad News. Perché e come comunicare informazioni economico-finanziarie su base volontaria*, 2006, EGEA, Italia.

Boesso G., K. Kumar, 2007, *Drivers of corporate voluntary disclosure – a framework and empirical evidence from Italy and the United States*, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 20, Iss. 2.

Botosan C. A., 1997, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. *The Accounting Review*, Vol. 72, Iss. 3.

Bowen R. M., Davis A. K., Matsumoto D. A., 2001, *Do conference call affect analysts' forecast?*

Bowen S. A., Won-ki Moon, Joon Kyoung Kim, 2017, *Ethics in Financial Communication and Investor Relations. Stakeholder Expectations, Corporate Social Responsibility, and Principle-Based Analyses*.

Brown S., Hillegeist S. A., Lo K., 2003, *Conference call and information Asymmetry*, Sauder School of Business Working Paper.

Bushee B. J., Matsumoto D. A., Miller G. S., 2002, *Open versus closed conference call: the determinants and effects of broadening access to disclosure*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 34.

Camilleri M. A., 2017, *Corporate Sustainability, Social Responsibility and Environmental Management: An introduction to theory and practice with case studies*, Springer.

Cavaco S., Crifo P., 2014, *CSR and financial performance: complementarity between environmental, social and business behaviours*, Journal of Applied Economics, Vol. 46, Iss. 27.

Cavalli L., Lizzi G., Mensah G., Vaccari D., Vergalli S., 2019, *From Global Finance for a Common Goal*.

Chang S., Hwang L., Li C. A., 2020, *The effects of managerial overconfidence on conference call*, The International Journal of Business and Finance Research, Vol. 14 (1), p. 1-12.

Dahlsrud A. 2006, *How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, Vol. 15, Iss. 1.

Diamond D., Verrecchia R., 1991, *Disclosure, liquidity, and the cost of capital*. The Journal of Finance, Vol. 46, Iss. 4.

Dionisio M., de Vargas E. R., 2020, *Corporate social innovation: a systematic literature review*, International Business Review, Vol. 29, Iss. 2.

Eccles R. G., Krzus M. P., 2012, *Report integrato: rendicontazione integrata per una strategia sostenibile*. Ed. Philanthropy, Forlì.

Eccles R. G., Serafeim G. A., 2013, *A Tale of Two Stories: Sustainability and the Quarterly Earnings Call*. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 25, Iss. 3.

Ernst & Young, 2012, *Excellence in Integrated Reporting Awards*.

Frankel R., Johnson M., Skinner D. J., 1999, *An Empirical Examination of Conference Call as a Voluntary Disclosure Medium*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1.

Frankel R., McNicholas M., Wilson G. P., 1995, *Discretionary Disclosure and External Financing*. *The Accounting Review*, Vol. 70, Iss. 1.

Guidara F. ed. 2011, *La comunicazione finanziaria. Come dialogare e saper convincere il mercato*, Ed. EGEA, Milano.

Global Reporting Initiative (GRI), 2010. *GRI Sustainability Reporting Statistics: Publication Year 2010*. Amsterdam: Global Reporting Initiative.

Global Reporting Initiative (GRI), 2011. *Sustainability Reporting Guidelines*. Amsterdam: Global Reporting Initiative.

Graham J. R., Harvey C. R., Rajgopal S., 2005, *The economic implications of corporate financial reporting*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40.

Gray R., 2006. *Social, environmental and sustainability reporting and organizational value creation? Whose value? Whose creation?*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 19, Iss. 6.

Laurent E., 2020, *Measuring Tomorrow: Accounting for Well-Being, Resilience, and Sustainability in the Twenty First Century*, Princeton University Press.

Luison C., 2012, *Reporting Integrato: un percorso di sostenibilità a partire dalla rendicontazione*, Workshop Assolombarda.

Luu L. Q., Halog A., 2016, *Life cycle sustainability assessment*, Sustainability in the Design, Synthesis and Analysis of Chemical Engineering Processes.

Matsumoto D., Pronk M., Roelofsen E., *What makes conference call useful? The information content of managers' presentations and analysts' discussion sessions*, The Accounting Review, Vol. 86, No. 4.

Moravcikova K., Stefanikova L., Rypakova M., 2015, *CSR Reporting as an Important Tool of CSR Communication*, 4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM.

Murray R., Grice J. C., Mulgan G., 2010, *The Open Book of Social Innovation*, The Young Foundation, p. 3.

Porter M. E., Kramer M. R., 2006, *Strategy and Society: The link between competitive advantage and Corporate Social Responsibility*, Harvard Business Review.

Porter M. E., Kramer M. R., 2011, *Creating Shared Value*, Harvard Business Review 89.

Rensburg R. e Botha E., 2013, *Is Integrated Reporting the silver bullet of financial communication? A stakeholder perspective from South Africa*. *Public Relations Review*, Vol.40.

Rexhepi G., Kurtishi S., Bexheti G., 2011, *The importance of innovation in Corporate Social Responsibility (CSR)*, South East European University.

Rossi F., 2017, *Marketing e comunicazione della sostenibilità. Un nuovo vantaggio competitivo tra etica e nuovi modelli di business*, I libri di Ca' Foscari 4.

Rossi G. ed., 2008. *Diritto dell'ambiente*. Torino: Giappichelli Editore.

Sirower M. L., Lipin S., 2003, *Investor communications: new rules for M&A success*, *Financial Executives International*, Vol. 19, Iss. 1.

Sobrero – Koinètica, 2013, *Progetto CSR Piemonte, Dalla CSR alla CSI*, Collana imprese responsabili.

Skinner D. J., 1994, *Why firms voluntarily disclose bad news*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 1, pp. 38-60.

Skinner D. J., 2003, *Should firms disclose everything to everybody? A discussion of "Open vs. closed conference call: the determinants and effects of broadening access to disclosure"*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34.

Straser V., 2002, *Regulation Fair Disclosure and Information Asymmetry*, working paper University of Notre Dame.

Sunder Shyam V., 2002, *Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry*, Northwestern University.

Tang Z., Hull C. E., Rothenberg S., 2012, *How Corporate Social Responsibility Engagement Strategy Moderates the CSR-Financial Performance Relationship*, *Journal of Management studies*, Vol. 49, Iss. 7.

Tasker S., 1997, *Voluntary Disclosure as a Response to Low Accounting Quality: Evidence from Quarterly Conference Call Usage*, Cornell University.

