



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

FACOLTÀ DI ECONOMIA

Dottorato di ricerca in Management, Banking and Commodity Sciences

Curriculum Business Management

Ciclo XXXV

Tesi di dottorato

**La sostenibilità nel governo dell'impresa.
Profili teorici e analisi empirica nel settore bancario**

Tutor

Prof. Corrado Gatti

Candidato

Sebastian Pusceddu

Anno accademico 2021/2022

INDICE



INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO I – I RISULTATI DELL’IMPRESA NELLA DIMENSIONE ESG	10
1.1 Introduzione al tema della sostenibilità	10
1.2 Sostenibilità e teorie dell’impresa.....	14
1.3 Sostenibilità e rapporto tra impresa e ambiente	18
1.4 Sostenibilità e implicazioni manageriali.....	21
1.5 Metriche e strumenti ESG.....	32
1.6 <i>Rating</i> ESG	39
1.7 Relazione tra ESG e <i>performance</i> economico-finanziarie.....	45
CAPITOLO II – CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO.....	49
2.1 L’evoluzione della regolamentazione internazionale	49
2.2 Normativa specifica: sintetica ricostruzione del contesto normativo di riferimento..	51
2.3 Normativa specifica: sintetica ricostruzione dei <i>framework</i> di rendicontazione non	55
finanziaria	
2.4 Normativa derivata: sintetica ricostruzione della normativa bancaria di riferimento.	59
CAPITOLO III – LA SOSTENIBILITÀ: METODOLOGIE DI RICERCA E ANALISI DEGLI STUDI	
INTERNAZIONALI.....	65
3.1 La relazione tra sostenibilità e <i>performance</i> nella banca	65
3.2 La sostenibilità nell’economia e gestione della banca: contributi accademici e	69
prassi di settore	
3.3 Disamina della letteratura accademica.....	83
CAPITOLO IV – ANALISI EMPIRICA	93
4.1 Formulazione delle ipotesi di ricerca.....	93
4.2 Aspetti metodologici.....	95
4.2.1 <i>Campione di osservazione e fonti informative utilizzate</i>	95
4.2.2 <i>Variabili dipendenti</i>	98
4.2.3 <i>Variabili indipendenti e di controllo</i>	98
4.3 Statistiche descrittive	99
4.4 Modello statistico utilizzato.....	102
4.5 Risultati della ricerca	104
CAPITOLO V – SOSTENIBILITÀ E DECISIONI D’IMPRESA: PROFILI TEORICI ANCORA	
APERTI	108
5.1 La sostenibilità nell’ambito dei <i>driver</i> del processo decisionale d’impresa	108
5.2 La sostenibilità nell’ambito dei criteri decisionali d’impresa	112

CONCLUSIONE.....	118
BIBLIOGRAFIA.....	126

INTRODUZIONE

Profondi cambiamenti hanno interessato nel recente passato lo scenario entro il quale le imprese sono chiamate ad operare e, proprio nel mutamento ambientale, l'evoluzione delle caratteristiche delle imprese e delle logiche di governo trova essenziali fonti esplicative.

Il cambiamento è andato articolandosi lungo tre direttrici, separabili solo ai fini di chiarezza espositiva, ma che nella realtà si compenetrano continuamente: (i) la pervasività dell'ottica della sostenibilità per la sopravvivenza delle imprese, (ii) la rapidità e la pervasività del progresso tecnologico e dei processi di innovazione aziendale e (iii) l'evoluzione del contesto normativo.

Dal combinato effetto di tali fenomeni, crescono dunque la varietà e la variabilità, da un lato, dei temi emergenti all'attenzione del governo e dello studio delle imprese e, dall'altro, delle conseguenti risposte.

Le istanze di sostenibilità dell'attività dell'impresa provenienti dall'evoluzione dell'economia e della società hanno influenzato con crescente pervasività i consolidati rapporti tra economia e finanza nel governo dell'impresa e il rapporto di quest'ultima con il proprio contesto, acquisendo rilevanza in termini di ampiezza e attualità. Ampiezza, in quanto il tema della sostenibilità travalica i caratteri interni all'impresa per investire i rapporti tra sistema normativo, produttivo e finanziario. Attualità, in quanto oggetto di particolare attenzione da parte di studiosi e operatori che ritengono la relazione tra economia, finanza e sostenibilità determinante per il conseguimento di efficienti ed efficaci forme organizzative della produzione industriale.

Le imprese, pertanto, hanno posto crescente attenzione alle tematiche di responsabilità sociale – anche alla luce del ruolo centrale di propulsore del cambiamento che esse da sempre ricoprono – al fine di rafforzare la loro credibilità e reputazione tra i diversi *stakeholder*, perseguendo una logica di creazione di valore di lungo periodo e declinando nelle proprie strategie una tricotomia tra rischio, rendimento e sostenibilità. La trasformazione dell'ambiente esterno, di matrice sociale e normativa, ha dato luogo a risposte strategiche e operative da parte delle imprese con la finalità di adattamento proattivo ai sottesi condizionamenti di contesto e di cogliere le opportunità emergenti, richiamando altresì la necessità di acquisire e conservare il consenso intorno alle proprie iniziative.

La sostenibilità si innesta dunque nei processi di governo e nelle strategie dell'impresa, ovvero nei criteri posti a base del processo decisionale, nonché nelle fasi di formulazione e implementazione della strategia.

I fenomeni sopra rappresentati stanno investendo con crescente pregnanza anche gli intermediari finanziari, stante il ruolo che gli stessi ricoprono nello sviluppo economico-sociale del contesto di riferimento nel quale si inseriscono e la loro sostanziale attenzione al governo del rischio insito nei grandi cambiamenti e nelle trasformazioni che investono l'economia e la società.

In tale contesto, lo stratificarsi di disposizioni normative e regolamentari a livello globale ed europeo, nonché la declinazione da parte di un numero crescente di autorità

di vigilanza di politiche e/o linee guida volte a incorporare i fattori e i rischi di sostenibilità nei *framework* macroprudenziali di stabilità finanziaria e monetaria, hanno dato luogo a una crescente esigenza di armonizzazione di criteri oggettivi definitivi, che consentano di apprezzare la rispondenza di un determinato prodotto finanziario al tema della sostenibilità, nonché di agevolare la comparazione tra gli stessi in termini di ritorno economico-finanziario e di attività economiche sottostanti.

In particolare, l'intento normativo di introdurre un modello di intermediazione finanziaria sostenibile volto a promuovere una crescita economica che sia in linea con la sostenibilità implica una sfida significativa per l'organo di governo, stante la complessità di tale inclusione nei processi strategici e operativi delle imprese. Complessità che deriva dai cambiamenti culturali, di *governance* e gestionali che il richiamato modello di intermediazione finanziaria sostenibile richiede, nonché dalla necessità di affiancare all'individuazione dei rischi di sostenibilità anche metodologie di valutazione del grado di allineamento del proprio portafoglio crediti ai nuovi obiettivi di sostenibilità, con una contestuale trasparenza in merito ai rischi derivanti da determinati settori.

Ne emerge con crescente evidenza un fatto, ovvero che il viaggio verso un'economia sostenibile necessita la condivisione di una nuova rotta, tracciata, ancor più che in passato, sulla fiducia e sulla conoscenza reciproca e di contesto tra intermediari finanziari, imprese e istituzioni (di diversa natura).

La dottrina ha indagato, sotto differenti prospettive, gli effetti rivenienti dall'implementazione di pratiche di sostenibilità nel processo strategico-decisionale dell'impresa bancaria. Diversi contributi accademici hanno riguardato la relazione intercorrente tra sostenibilità e *performance* finanziaria, dai quali emerge che essa risulta essere talvolta positiva, talaltra negativa e talaltra ancora mista.

In tale contesto, il presente lavoro si focalizza sulla pervasività che la sostenibilità ha assunto nel governo delle imprese bancarie, anche alla luce dei recenti orientamenti delle autorità di vigilanza europee, e contribuisce alla letteratura sul tema per via sia teorica sia empirica.

Quanto al contributo teorico, l'elaborato inquadra la sostenibilità nell'alveo delle teorie d'impresa, evidenziando la pervasività che la stessa ha assunto nel governo dell'impresa e degli intermediari bancari, ricostruisce il quadro normativo di riferimento, analizza i contributi della letteratura accademica sul tema e, in ultimo, evidenzia dei profili teorici ancora aperti in merito alla definizione del ruolo della sostenibilità nell'alveo dei tradizionali *driver*, obiettivi e criteri a base del processo decisionale d'impresa.

Quanto al contributo empirico, il lavoro si prefigge di arricchire la letteratura sul tema della relazione tra *performance* di sostenibilità e *performance* economico-finanziarie nel settore bancario, nella duplice prospettiva *market-based* e *accounting-based*, mediante l'utilizzo di un campione di banche europee quotate e non nel periodo 2012-2021.



Il lavoro si articola in cinque capitoli, che riflettono un approccio al tema che mira, dapprima, ad affrontare il contesto dottrinale e normativo, con l'obiettivo di fornire un inquadramento concettuale del fenomeno in esame che risulti coerente con la complessità dello stesso, ma, al contempo, consenta altresì di individuare profili rilevanti per l'indagine successiva, incentrata sulla relazione tra *performance* economico-finanziarie e *performance* di sostenibilità, e profili teorici ancora aperti in merito alle decisioni d'impresa. L'ampiezza del tema trattato giustifica, dunque, la natura ricostruttiva oltre che interpretativa del presente lavoro.

Il primo capitolo espone il quadro teorico-concettuale su cui poggia la sostenibilità, esplicitando tali basi con riferimento alle fondamentali teorie d'impresa, sul suo ruolo nel governo della stessa e sulla sua misurazione. In tale ambito, l'interrelazione tra dimensione economico-finanziaria e dimensione sociale ha determinato l'emersione di una nuova concezione dell'azione di governo, ovvero della sostenibilità quale elemento rientrante nel sistema dei principi e dei fondamenti dottrinali e metodologici sui quali il governo dell'impresa fonda il proprio agire. Spetta dunque al *management*, attraverso l'adozione di buone regole di amministrazione e di processi creativi e distributivi volti alla ricerca di lungimiranti equilibri, indentificare il percorso strategico che al contempo rafforzi gli obiettivi economici (prioritari per la sopravvivenza) e favorisca la convergenza di interessi conflittuali ed eterogenei dei diversi *stakeholder* coinvolti direttamente o indirettamente nell'attività d'impresa.

Il capitolo si conclude con un approfondimento – sviluppato poi empiricamente nel quarto capitolo – sulle metriche di misurazione delle *performance* di sostenibilità e sulle relazioni intercorrenti con le *performance* economico-finanziarie. Tale disamina evidenzia alcune tassonomie di sintesi nonché le rilevanti problematiche inerenti alla valutazione e implementazione.

Il secondo capitolo presenta il contesto normativo di riferimento che, partendo dalla sua evoluzione internazionale, si declina in normativa specifica e derivata.

La sostenibilità stimola questioni fortemente intrecciate che abbracciano imprese (finanziarie e non), consumatori, investitori, autorità di vigilanza e regolatori. La trasversalità della stessa comporta dunque che essa si inserisca e tocchi dettami normativi e regolamentari di carattere eterogeneo.

Le implicazioni che scaturiscono da tale contesto sono rilevanti. Il quadro normativo e regolamentare di riferimento risulta ampiamente frastagliato e caratterizzato da considerevole magmaticità, con interventi stratificatisi nel corso del recente passato da parte di organismi internazionali ed europei.

Nel merito, il processo di rendicontazione dell'informativa non finanziaria si pone come uno strumento con forte connotazione cognitiva necessario per l'impresa per creare conoscenza in merito alle condotte assunte nei confronti dei diversi pubblici e consolidare il consenso intorno alle proprie iniziative. In tale circostanza, al fine di rendere la comunicazione sulle tematiche in oggetto quanto più fruibili, omogenee,

confrontabili a livello internazionale e comunitario, sono state elaborati numerosi *framework* da parte di diversi organismi internazionali.

Ne emerge tuttavia un fatto, ovvero che, allo stato attuale, risulta ancora assente un quadro unico di principi universalmente validi e condivisi che consentano una verificabilità e comparabilità temporale e spaziale delle informazioni sulle tematiche in oggetto.

Il terzo capitolo espone i contributi accademici in merito alla sostenibilità nell'economia e gestione della banca, dai quali si evince che il marcato effetto di discontinuità rispetto al passato indotto dalla crescente attenzione alla sostenibilità unito al ruolo centrale assunto dalle imprese finanziarie nei grandi cambiamenti economico-sociali, in particolar modo bancarie (oggetto del presente elaborato), favorisce l'emergere di nuove (maggiori) dimensioni e spazi strategici – opportunità e minacce – con la conseguente necessità di effettuare nuove scelte di azione-reazione.

Impulsi normativi e sociali hanno dunque indirizzato l'agire dell'impresa bancaria verso tematiche di responsabilità sociale, al fine di acquisire, conservare e accrescere il consenso attorno alle proprie scelte strategico-operative sotto un vincolo di rispondenza a istanze e bisogni, non solo economici, da parte dei diversi *stakeholder* con i quali essa intesse relazioni per garantire la propria sopravvivenza in un contesto fortemente competitivo.

Il processo di cambiamento in atto necessita dunque l'adozione di un approccio olistico che si riflette trasversalmente su differenti piani del *business model*, mediante l'adozione di specifici elementi quali-quantitativi nei processi di gestione aziendale per la definizione della propensione al rischio (Risk Appetite Framework, RAF) e nella pianificazione strategica, (ii) l'adozione di specifiche politiche di raccolta e impiego e (iii) la declinazione nelle diverse *business unit* e nei diversi prodotti e servizi, affinché gli stessi siano in linea con le istanze dei diversi pubblici.

In tale quadro, la vigilanza e la dottrina hanno posto particolare attenzione verso le tematiche climatiche e ambientali, anche alla luce di una maggiore "consapevolezza" degli impatti sui rischi tradizionali in termini di stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Nel merito, la letteratura accademica, concentrandosi in merito all'integrazione della sostenibilità nei processi di formulazione e implementazione strategica delle imprese bancarie – incoraggiata anche dalle autorità di vigilanza – può essere convenzionalmente classificata in differenti filoni, non esenti da sovrapposizioni, ovvero (i) *corporate governance*, (ii) politiche di gestione del rischio, (iii) politiche di raccolta e impiego e (iv) *performance* economico-finanziarie.

Il quarto capitolo, dopo aver definito il disegno della ricerca, si incentra sull'analisi empirica e sui conseguenti risultati. Nella letteratura accademica sul tema, la relazione intercorrente tra sostenibilità e *performance* economico-finanziarie ricorre sovente in numerosi contributi e con diverse declinazioni, dai quali emerge che tale relazione risulta talvolta positiva, talaltra negativa e talaltra ancora mista.

In tale contesto, considerato che (i) l'implementazione nella dimensione interna di pratiche di sostenibilità in linea con le aspettative e le istanze proiettate dalla

dimensione esterna possono costituire una sorta di bene intangibile e che le stesse potrebbero non essere adeguatamente catturate da indicatori di matrice contabile e (ii) ciascun singolo fattore del complessivo punteggio ESG rappresenta una sintesi di una serie variegata di elementi sottesi (ambientali, sociali e di *governance*) che possono avere una differente relazione con le *performance* economico-finanziarie dell'impresa, il presente lavoro intende arricchire la letteratura accademica del filone poc'anzi rappresentato, ampliando l'orizzonte di analisi a metriche contabili (*accounting-based*) e di mercato (*market-based*) e, al contempo, valorizzando gli elementi sottostanti che compongono lo *score* ESG.

I risultati, parzialmente in linea con le precedenti ricerche (Soana, 2011; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; La Torre *et al.*, 2022), evidenziano come via sia una relazione positiva e significativa tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie esclusivamente quando la stessa viene apprezzata mediante metriche di mercato (*market-based*), corroborando dunque quel filone della letteratura accademica che riconduce la sostenibilità a una sorta di bene intangibile potenzialmente non valorizzato da metriche di natura contabile. Tali evidenze, considerato che la sostenibilità è un fenomeno di medio-lungo termine, potrebbero essere ascrivibili a un mero effetto temporale, in quanto, se da un lato, le metriche contabili, come noto, presentano una esemplificazione di una realtà molto più complessa, sostanziandosi in valutazioni storiche e prudenziali che non contemplano le aspettative future (rischio, valore finanziario del tempo), dall'altro, le metriche di natura borsistica apprezzano pressoché istantaneamente un maggior grado di informativa su pratiche di *accountability*, *compliance* e trasparenza, con una riduzione dei costi di agenzia, e i potenziali effetti futuri delle iniziative economiche assunte.

In aggiunta, considerando i singoli fattori sottesi alla sostenibilità, i risultati evidenziano come via sia una relazione positiva e significativa tra la sostenibilità ambientale e le *performance* economico-finanziarie *market-based* e, al contempo, una mancanza di relazione con i fattori sociali e di *governance*. Tali risultanze, in contrasto con quanto atteso e con il contributo di Marsat e Williams (2014), potrebbero essere ascrivibili alla rilevanza che hanno contraddistinto le tematiche climatiche e ambientali – alla luce di una maggiore “consapevolezza” circa gli impatti dei connessi rischi su quelli tradizionali in termini di stabilità del sistema finanziario – nelle disposizioni normative e regolamentari rispetto a quelle di natura sociale e di *governance*.

Il quinto, e ultimo, capitolo, considerata la rilevanza e la pervasività che la sostenibilità ha assunto nelle dinamiche evolutive dell'impresa, ovvero nel sistema di decisioni, conoscenze, competenze e informazioni dell'impresa stessa, avvia una riflessione teorica su una questione che appare di particolare momento: la sostenibilità e le decisioni d'impresa.

Il capitolo evidenzia come la sostenibilità nell'ambito dell'impresa, intesa quale sistema di decisioni, presenta profili di riflessione teorica ancora aperti, in particolare circa il ruolo che essa assume nei processi decisionali d'impresa e le sue relazioni con i relativi obiettivi e criteri decisionali.

CAPITOLO I – I RISULTATI DELL’IMPRESA NELLA DIMENSIONE ESG

SOMMARIO: 1.1 Introduzione al tema della sostenibilità. – 1.2 Sostenibilità e teorie dell’impresa. – 1.3 Sostenibilità e rapporto tra impresa e ambiente. – 1.4 Sostenibilità e implicazioni manageriali. – 1.5 Metriche e strumenti ESG. – 1.6 *Rating* ESG. – 1.7 Relazione tra ESG e *performance* economico-finanziarie.

1.1 Introduzione al tema della sostenibilità

Nel recente passato, in particolar modo a seguito della crisi finanziaria globale, il tema dello sviluppo sostenibile, inteso quale sviluppo che consente la soddisfazione dei bisogni presenti (economici, ambientali e sociali) senza compromettere quello delle generazioni future (Commissione Brundtland, 1987), ha suscitato crescente interesse da parte di regolatori, imprese, investitori e accademici.

Si è andato affermando un riconoscimento generale che la sopravvivenza dell’impresa è strettamente connessa con il benessere della società di cui essa è parte, e dalla quale trae gli elementi fondamentali per il proprio funzionamento (CED, 1976).

La sostenibilità ha posto dunque le imprese dinnanzi a nuove opportunità e sfide, spingendole a perseguire, nell’ambito della propria declinazione strategica, obiettivi di coerenza tra *performance* reali, finanziarie e sociali (Porter e Kramer, 2006; Ng e Zabihollah, 2015; Crespi e Migliavacca, 2020).

Il tema della sostenibilità ha pertanto influenzato con crescente pervasività i consolidati rapporti tra economia e finanza nel governo dell’impresa, acquisendo maggiore rilevanza in termini di ampiezza e attualità. Ampiezza, in quanto travalica le tematiche interne all’impresa per investire i rapporti tra sistema normativo, produttivo e finanziario. Attualità, in quanto oggetto di particolare attenzione da parte di studiosi e operatori che ritengono il rapporto tra economia, finanza e sostenibilità determinante per il conseguimento di efficienti forme organizzative della produzione industriale.

Nel merito, la sostenibilità quale tema ampio e attuale ma al contempo estremamente complesso, può essere sintetizzato convenzionalmente nei seguenti principi:

- multidimensionalità: la sostenibilità quale concetto multidimensionale di natura economica, ambientale e sociale, che richiede un equilibrio non gerarchico o piramidale degli stessi;
- prospettiva intergenerazionale: la sostenibilità richiede di indentificare, valutare e gestire le aspettative attuali e future, considerando le relazioni causa-effetto nel lungo termine dell’agire e perseguendo un equilibrio di breve e lungo periodo;
- *stakeholder approach*: la sostenibilità richiede di identificare i bisogni correnti e le aspettative future degli *stakeholder* attuali e non, secondo una prospettiva intergenerazionale;
- approccio *life-cycle thinking* (LCT): la sostenibilità implica l’adozione di una visione olistica del ciclo di vita di un determinato prodotto/servizio, e,

conseguentemente, la quantificazione, la gestione e il monitoraggio degli impatti a monte e a valle del processo produttivo (Escrig-Olmedo *et al.*, 2019).

Il crescente interesse verso la sostenibilità e la realizzazione di una transizione economica è stato stimolato da un considerevole impulso legislativo, oltre che sociale, per il tramite di disposizioni normative e regolamentari, nonché *standard* e *best practice* a livello internazionale, anche europeo. Con riferimento al contesto comunitario, il legislatore europeo ha difatti formalizzato, ai sensi dell'art. 3, par. 3, del Trattato di Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), l'intento rafforzativo di costituire un mercato unico che operi secondo logiche di sostenibilità, al fine del conseguimento di una competitività economica europea nel medio-lungo termine.

In sintesi, il combinato effetto di impulsi normativi e sociali hanno indirizzato l'agire dell'impresa verso tematiche di responsabilità sociale, al fine di acquisire, conservare e accrescere il consenso attorno alle proprie scelte strategiche e operative sotto un vincolo di rispondenza a istanze e bisogni attuali e potenziali, non solo economici, da parte dei diversi *stakeholder*, con cui essa intesse relazioni per garantire la propria sopravvivenza in un contesto altamente competitivo (Chih *et al.*, 2010; Barile *et al.*, 2013; Oliveira *et al.*, 2019).

Alla luce della premessa appena formulata, le imprese hanno posto crescente attenzione alla sostenibilità, al fine di consolidare la loro credibilità e reputazione tra i diversi *stakeholder*, perseguendo una logica di creazione di valore nel medio-lungo termine e declinando nelle proprie strategie una visione triadica tra rischio, rendimento e impatto sociale (Freeman, 1984; Amini e Bienstock, 2014; Ng e Zabihollah, 2015; Ziolo *et al.*, 2019).

Prima di affrontare nel dettaglio la tematica in oggetto va inoltre posto in rilievo il grado di mutevolezza concettuale e stratificazione terminologica che la sostenibilità ha assunto nel recente passato, quale transizione dalla Corporate Social Responsibility (CSR), incentrata sulla responsabilità sociale dell'impresa a livello principalmente informativo-reputazionale, ai concetti di *sustainability* ed *environmental, social and governance* (ESG), quali parametri, metriche e criteri razionali-decisionali che, coniugandosi con la redditività, guidano le scelte strategiche del *management* nel medio-lungo termine (Carroll, 1979; Sciarelli, 1997; Rolli, 2020). La CSR e i criteri ESG rispondono, su livelli differenti, alle crescenti istanze da parte degli *stakeholder* di acquisire una maggiore trasparenza in merito ai valori, agli obiettivi e ai rischi di una determinata impresa circa le tematiche di sostenibilità.

Riassumendo, la CSR può essere vista come il *framework* di sostenibilità adottato da una determinata impresa, mentre gli ESG come criteri che esprimono un conseguente giudizio sintetico.

I criteri ESG, conati a seguito delle istanze promosse nel 2004 da Kofi Annan in qualità di Segretario Generale delle Nazioni Unite, rappresentano degli indicatori che sintetizzano la *performance* sostenibile di un'impresa sotto un duplice profilo, ovvero di convenienza nell'ambito del processo decisionale degli *stakeholder* e di valore-

obiettivo a cui tendere nel processo decisionale-strategico dell'impresa. In questo senso, tali criteri abbracciano una terminologia più ampia rispetto alla CSR (Gillan *et al.*, 2021).

Detto in altri termini, si è andata progressivamente affermando una visione più ampia della sostenibilità, quale valore globale e trasversale per tutti gli *stakeholder* che affianca agli obiettivi economici, quelli di tutela dell'ambiente (E), di sviluppo sociale (S) e di buona *governance* (G) (Bocuzzi, 2021). La sostenibilità si coniuga dunque nella triplice dimensione ESG nel modo che segue:

- ambientale (*environmental* – E): inerente alla valorizzazione dell'impatto dell'attività aziendale sull'ambiente in termini di cambiamento climatico, deforestazione, inquinamento ambientale ed efficienza energetica (gestione delle risorse naturali);
- sociale (*social* – S): inerente alla valorizzazione dell'impatto dell'attività aziendale nei confronti di dipendenti, clienti, fornitori e delle comunità di riferimento in termini di tutela delle minoranze, delle politiche di genere e dei diritti umani;
- *governance* (G): inerente alla valorizzazione delle dinamiche di *governance* in termini di diritti degli azionisti, remunerazione e composizione del *management* e rispetto delle norme.

Sul punto, tuttavia, si segnala che, nonostante i copiosi interventi legislativi e regolamentari stratificatisi nel recente passato, è tuttora assente una definizione normativa che espliciti i contenuti sottostanti ai singoli criteri ESG. Condizione che ha determinato l'emergere di prassi di mercato nella valorizzazione della materialità degli stessi per settore e *business model*, ovvero una nebulosità rappresentativa del fenomeno in questione.

Le dimensioni E, S e G appena rappresentate debbono essere inquadrare, al contempo, come fonte di rischio per l'impresa (c.d. "rischio di sostenibilità"), derivante da eventi o condizioni di natura ambientale, sociale o di *governance* che, verificandosi, potrebbero "*provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento*" (Parlamento Europeo e del Consiglio, 2019, pag. 3). Il rischio di sostenibilità, ulteriormente scomponibile nelle sottocategorie di rischio fisico e di transizione, deriva dai potenziali mutamenti strutturali che possono influire sull'attività economica dell'impresa e, di conseguenza, a livello macroeconomico, sulla stabilità del sistema finanziario.

Al riguardo, occorre precisare che la transizione dalla CSR ai concetti ESG è da intendersi anche in termini di rischio per l'attività di impresa, quale passaggio da rischi meramente reputazionali con effetti limitati sulle *performance* economico-finanziarie attuali e future a rischi con effetti che possono minare la stessa sopravvivenza dell'impresa stessa in quanto direttamente innestati nelle decisioni strategiche.

Riprendendo la distinzione proposta da Ferrero (1987) circa le tipologie di rischio cui è esposta l'impresa, il rischio di sostenibilità è inquadrabile presumibilmente nei c.d. "rischi extra-economici aventi effetti economici" che possono manifestarsi in via

diretta sul modello di *business* e/o in via indiretta per il tramite delle controparti con cui l'impresa intesse i propri rapporti commerciali (per esempio, clienti e fornitori). Ne consegue che il *management*, essendo l'attività di impresa intrinsecamente caratterizzata da incertezza (Ferrero, 1987), deve considerare, nell'ambito della valutazione della propria esposizione al rischio di sostenibilità complessivo, le due dimensioni elementari:

- rischio fisico: inerente agli effetti fisici attuali e/o potenziali del cambiamento climatico sull'operare dell'impresa. Questi possono essere definiti come acuti, in quanto causati da concreti eventi climatici e meteorologici, o cronici, quale conseguenza del cambiamento progressivo del contesto ambientale e climatico (EBA, 2020a). Tali effetti potrebbero essere causati, ad esempio, da disastri naturali che possono compromettere l'operare dell'impresa e, dunque, la sua sopravvivenza;
- rischio di transizione: inerente agli impatti derivanti dagli effetti attuali o potenziali, diretti e indiretti, della transizione verso un'economia ecologicamente sostenibile (EBA, 2020a). Tali effetti potrebbero essere causati, ad esempio, dall'adozione di provvedimenti normativi, dal progresso tecnologico e dal cambiamento delle preferenze dei mercati (BCE, 2020).

Tali dimensioni hanno dunque un impatto sull'attività economica dell'impresa e sul sistema finanziario, in via diretta, ad esempio per effetto di una minore redditività dell'impresa o della svalutazione dei propri *asset* o, indirettamente, tramite cambiamenti micro-finanziari (BCE, 2020).

Occorre inoltre considerare che i fenomeni evidenziati non riguardano esclusivamente le imprese industriali, in quanto direttamente e fisicamente coinvolte per il tramite dei propri processi produttivi, ma bensì di riflesso anche le imprese finanziarie, considerando il ruolo centrale assunto nello sviluppo economico ovvero di propulsione al cambiamento (Furrer *et al.*, 2012; Buranatrakul e Swierczek, 2017) grazie alla funzione di indirizzamento dei flussi finanziari.

Le imprese finanziarie possono essere soggette a tali rischi per via diretta, ovvero direttamente sul proprio modello di *business*, sulle *policy*, sulla *governance* e sul *risk management*, o indiretta, ovvero per il tramite delle controparti (affidate e non). Un eventuale impatto negativo del rischio di sostenibilità, da intendersi non come un rischio a se stante ma che può manifestarsi, per il tramite delle categorie di rischio tradizionali (credito, mercato, liquidità e operativo), in una prospettiva di *double-materiality*, in quanto gli istituti finanziari possono essere influenzati (*outside-in perspective*) per il tramite delle proprie controparti o delle attività investite, che a loro volta possono essere influenzate da (*outside-in perspective*) o avere un impatto su (*inside-out perspective*) i fattori ESG. Tali prospettive dovrebbero essere prese in considerazione da parte dell'intermediario finanziario nella valutazione complessiva dei rischi ESG (EBA, 2020a).

In chiusura, nel corso del recente passato si è assistito a una transizione da un mero approccio volontaristico-promozionale a un approccio sostanziale, che considera la

sostenibilità e gli annessi rischi quali elementi strategici da cui derivare opportunità (Drucker, 1984; Fornasari, 2020).

In tale quadro, il legislatore e la letteratura accademica hanno posto particolare attenzione verso le tematiche sopra rappresentate, anche alla luce di una maggiore “consapevolezza” degli impatti di tali rischi sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso (Furrer *et al.*, 2012; Buranatrakul e Swierczek, 2017).

Nei successivi paragrafi del presente capitolo, si approfondisce il tema della sostenibilità nell’attività d’impresa, con particolare riferimento alle connesse implicazioni manageriali. Si procede poi a qualificare il sistema di metriche e strumenti utili per gli *stakeholder* e per il decisore d’impresa, per concludere approfondendo la relazione tra sostenibilità e *performance* economico-finanziarie.

1.2 Sostenibilità e teorie dell’impresa

Il concetto di sostenibilità (e di conseguente formalizzazione nelle azioni di governo dell’impresa) è stato oggetto di un copioso e duraturo dibattito accademico, incentrato sulla finalità e sul ruolo assunto dall’impresa nel contesto di riferimento in cui essa opera, nella consapevolezza che a diverse finalità corrispondono ruoli differenti.

La letteratura accademica sul tema si distingue tradizionalmente in due filoni teorici principali: neoclassico e istituzionalista.

La concezione dell’agire dell’impresa nell’ambito del filone neoclassico si rifà direttamente all’ottica smithiana della mano invisibile, secondo cui l’impresa persegue esclusivamente uno scopo autoreferenziale di massimizzazione del valore creato per gli azionisti/proprietari (*shareholder*) e, in via indiretta, contribuisce a generare ricchezza per la società (Friedman, 1970). In quest’ambito si colloca la teoria degli *shareholder*, secondo la quale “*there is one and only one responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game – which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud*” (Friedman, 1962, pag. 133; Rappaport, 1986; Steward, 1991). Secondo la dottrina neoclassica, lo scopo primario dell’impresa è da ricondursi alla massimizzazione del profitto (valore) per gli *shareholder*, adottando, tra le alternative possibili, soluzioni esclusivamente atte a realizzare tale fine. La creazione di valore per la società diviene dunque scopo indiretto realizzabile per il tramite dell’efficienza allocativa di mercato (Friedman, 1962; Sciarelli, 1997; Drucker, 2001).

Tuttavia, la visione neoclassica – caratterizzata, quantomeno nelle sue formulazioni tradizionali od originarie, da una eccessiva semplificazione delle ipotesi sottostanti (mercato perfetto, omogeneità dei prodotti, scelta delle sole quantità), finalizzata a consentire una connessione tra micro e macroeconomica, ovvero, per il tramite di una “sommabilità” astratta delle singole imprese, a indagare le determinanti di un equilibrio generale – si è rivelata nei fatti inadeguata ai bisogni conoscitivi delle imprese reali.

A fronte di tali elementi, al fianco della disciplina neoclassica, si sviluppa il filone istituzionalistico con l'intento di cogliere l'articolazione pluralistica e complessa dell'impresa, ovvero di superare l'astrattezza neoclassica nella descrizione dei fenomeni microeconomici (Vaccà, 1985).

Secondo la dottrina istituzionalista l'agire dell'impresa richiama direttamente le c.d. "*social responsibilities of the businessman*" (Bowen, 2013), ovvero scelte strategiche che considerino anche i valori espressi dalla società di cui l'impresa stessa è parte integrante. L'impresa è intesa come un'istituzione che ha quale fine ultimo il perseguimento dello sviluppo economico-sociale, relegando, dunque, il perseguimento del profitto a uno dei molteplici scopi dell'agire. Ne consegue un significativo cambio di prospettiva: l'impresa, divenendo portatrice di una responsabilità sociale, persegue la realizzazione di un'utilità collettiva, ovvero considera sé stessa non come un sistema chiuso e separato dalla società rispondente esclusivamente agli *shareholder*, bensì come un'entità immersa nella società che legittima la propria esistenza rispondendo alle istanze di quest'ultima (McDonald e Puxty, 1979; Teubner, 1988).

Nell'ambito del filone istituzionalista riveste un ruolo centrale la teoria degli *stakeholder*, che, rifacendosi al principio kantiano dell'individuo come fine anziché come mezzo, concepisce l'impresa quale sistema aperto e fortemente interrelato con i diversi portatori di interesse, la cui sopravvivenza è consequenziale alla capacità del *management* di generare valore in linea con le aspettative degli *stakeholder* (primari e secondari), ovvero di creare le condizioni necessarie affinché gli stessi risultino interessati all'operare dell'impresa (Johnson, 1971; Freeman, 1984; Evan e Freeman, 1988; Clarkson, 1995; Donaldson e Preston, 1995).

In sintesi, la transizione dal filone neoclassico a quello istituzionalista evidenzia un profondo mutamento della finalità e del ruolo assunto dall'impresa, quale passaggio dall'obiettivo esclusivo (o prioritario) della creazione di valore per gli azionisti (Rappaport, 1986; Steward, 1991) a una visione più ampia, che considera la sopravvivenza dell'impresa come strettamente dipendente dalla capacità del *management* di rispondere adeguatamente alle istanze degli *stakeholder* (Freeman, 1984; Evan e Freeman, 1988; Clarkson, 1995).

Nonostante quanto appena rappresentato, appare legittimo chiedersi se esista o sia mai esistita una vera e propria contrapposizione tra la visione neoclassica e, dunque, la focalizzazione sulla massimizzazione del valore per gli *shareholder*, da una parte, e quella istituzionalista e, dunque, la focalizzazione sulla massimizzazione del valore per gli *stakeholder*, dall'altra. A ben vedere potrebbe sostenersi di no. Nel lungo periodo, infatti, si realizza una convergenza tra l'interesse degli azionisti e quello degli altri *stakeholder*, data dalla circostanza che il valore delle azioni è pari al valore attuale dei flussi di cassa futuri che l'impresa è in grado di generare, il quale a sua volta dipende dalla capacità di soddisfazione degli *stakeholder*.

Al riguardo, la teoria di creazione-diffusione del valore funge da "ponte" tra le due visioni, individuando quale obiettivo razionale e misurabile dell'impresa la massimizzazione del valore economico per tutti i partecipanti e non a esclusivo

appannaggio degli *shareholder* (Guatri, 1991). In questo senso, la contrapposizione tra le diverse finalità attribuite all'impresa tende di fatto a svanire con l'ampliarsi dell'orizzonte temporale (Sciarelli, 1997).

Tornando alla concezione istituzionalista prima proposta, l'indagine delle “*relazioni che legano l'aspetto o la parte al tutto ed il sistema aziendale al più ampio contesto economico a cui appartiene*” (Cavaliere, 1995a, pag. 514), si riflette sul ruolo assunto dall'impresa nella catena del valore, da mero soggetto che produce *output* a beneficio esclusivo della clientela, a soggetto-interlocutore che, operando secondo logiche di competitività e consonanza, dialoga in modo armonico con i diversi *stakeholder*, generando valore per sub e sovrasistemi (Donaldson e Preston, 1995; Cafferata, 2009; Golinelli, 2017).

Richiamando le dinamiche tra contesto interno ed esterno all'impresa ⁽¹⁾, la letteratura economico-aziendale italiana, caratterizzata da un maggior grado di realismo nell'analisi (Vaccà, 1985) rispetto alle correnti sopra rappresentate, ha da sempre prestato particolare attenzione al ruolo assunto dall'impresa quale luogo di convergenza di interessi multipli, ovvero quale condizione necessaria per il raggiungimento ultimo della sopravvivenza (Amaduzzi, 1953; Onida, 1954; Zappa, 1956; Ferrero, 1968; Fazzi, 1984). In questo senso, l'impresa non è altro che un insieme di elementi legati tra loro da relazioni complesse, costituita al contempo da una molteplicità di sub sistemi che mirano al raggiungimento di un obiettivo comune (Masini, 1970).

Il passaggio alla teoria istituzionalista evidenzia dunque non solo un cambio di prospettiva, ma bensì anche un ampliamento della stessa, in quanto l'impresa diviene un attore in una rete di relazioni complesse, stabili e che si influenzano reciprocamente. Relazioni che non possono essere descritte come diadiche e indipendenti, ma bensì plurime e interdipendenti in quanto intessute tra l'impresa e i singoli *stakeholder* in modo bidirezionale, ma anche tra gli *stakeholder* stessi (Rowley, 1997; Sciarelli e Tani, 2013).

Si palesa per l'impresa un considerevole grado di complessità nel dover valutare i meccanismi di trasmissione del proprio agire e i conseguenti effetti diretti (nei confronti del singolo *stakeholder*) e indiretti (propagazione nella rete di cui è parte) di azione-reazione nel tempo e nello spazio (Freeman, 1984), quale presupposto per affermare e consolidare la propria legittimazione e ottenere i massimi benefici nel sistema di relazioni di cui essa è parte (Golinelli, 2017). Si rende necessario considerare una prospettiva più ampia del ruolo assunto dall'impresa (e degli obiettivi a cui tende), da soggetto incentrato alla semplice creazione di valore economico ad attore che, condividendo il codice valoriale della rete di cui è parte, determina il successo della rete stessa.

⁽¹⁾ Per maggiori approfondimenti sulle dinamiche tra contesto interno ed esterno all'impresa, v. Barile *et al.* (2022), pagg. 151-228.

Si realizza, quindi, una stretta interdipendenza tra il successo dell'impresa ⁽²⁾ e lo sviluppo della rete/società all'interno della quale essa si colloca, che, oltrepasando il mero concetto di responsabilità sociale, riconsidera la creazione di valore economico-sociale come processo congiunto e interdipendente tra l'impresa e la società a cui la stessa appartiene (Freeman, 1984; Porter e Kramer, 2011; Golinelli, 2017). Il presupposto di tale successo risiede dunque nella capacità dell'impresa di operare armonicamente con il codice valoriale su cui la rete fonda i propri processi decisionali.

Su tale presupposto, che lega l'impresa e i propri *stakeholder*, si innesta il concetto di responsabilità sociale dell'impresa quale fonte di un potenziale vantaggio competitivo sostenibile (Wu e Shen, 2013; Bocken *et al.*, 2014). *Stakeholder* intesi come soggetti che partecipano al rischio aziendale e, al contempo, al valore creato dall'impresa (Garud e Shapira, 1997; Colombi, 2003).

Alla luce di quanto osservato, emerge la centralità della coerenza tra le dimensioni relazionali ed economico-sociali, in quanto la capacità dell'impresa di assumere la funzione sociale alla quale è chiamata, ovvero di convergenza di interessi plurimi, è intrinsecamente connessa con la finalità ultima della sopravvivenza nel tempo, ovvero alla dimensione economica (raggiungimento di un equilibrio economico, patrimoniale e finanziario), competitiva (conseguimento e mantenimento del vantaggio competitivo) e sociale (conseguimento e mantenimento del consenso da parte degli *stakeholder*) (Giannesi, 1979; Coda, 1995).

In buona sostanza, l'impresa è il punto di convergenza di istanze e aspettative plurime che trovano sostanza e realizzazione nell'attività di coordinazione economica orientata al loro soddisfacimento. Appare evidente come la dimensione economica e la dimensione sociale risultino essere fortemente interrelate, in quanto *“l'impresa, per svolgersi utilmente nel lungo andare, deve assolvere una somma vasta di doveri non solo verso i dipendenti ma anche verso la collettività nella quale diviene. In somma, l'impresa deve contemperare il tornaconto del suo soggetto con gli interessi di coloro che all'impresa danno volenterosi il loro lavoro e deve sottomettersi alle esigenze volute dal bene comune della collettività nazionale nella quale agisce”* (Zappa, 1956, pag. 79).

In tale prospettiva allargata, l'interrelazione tra dimensione economico-finanziaria e dimensione sociale ha determinato l'emersione di un nuovo profilo dell'azione di governo, ovvero della sostenibilità quale elemento che si innesta nel sistema dei principi e dei fondamenti dottrinali e metodologici sui quali il *management* fonda il proprio agire (Golinelli e Volpe, 2012). L'agire sarà pertanto guidato da un criterio massimizzazione delle utilità/soddisfazione dei singoli *stakeholder* in senso paretiano, ovvero a parità (o quanto meno limitandone gli effetti negativi) di soddisfazione dei restanti attori/portatori di interesse (Mohr *et al.*, 2001).

(²) In questo frangente il “successo” dell'impresa può intendersi nell'ottica del Coda (1989), quale successo competitivo e reddituale che appartiene a tutte le imprese che quando ben amministrate, sopravvivono, si sviluppano e cooperano, producendo beni desiderati dal consumatore, mostrando al contempo capacità tali da assicurarsi equilibrio e competitività nel tempo.

La sostenibilità profila dunque un crescente grado di complessità, quale effetto di una costante e profonda attenzione delle istanze mosse dai diversi pubblici e dalla capacità di rispondere in armonia ai codici valoriali condivisi. La ricerca continua di punti di equilibrio ha effetti sui singoli momenti della catena del valore, profilando la nascita di nuove opportunità e nuovi mercati, nonché cambiamenti radicali dell'arena competitiva (Porter, 2008). Le sfide che si profilano per il *management* sono ragguardevoli e interessano in via principale:

- cambio di prospettiva: considerare la sostenibilità e la connessa creazione di valore come processo congiunto con quello sociale, che travalica il mero adempimento dell'informativa non finanziaria, per assurgere a tematica di rilevanza strategica, organizzativa, finanziaria e di *governance*, e richiede di essere declinata nell'ambito di un'agenda condivisa all'interno dell'impresa;
- visione oltre i confini convenzionali: indentificare e cogliere nuove opportunità rispondendo alle istanze mosse dai diversi pubblici mediante una riconsiderazione dell'offerta e dei relativi processi a monte e a valle della stessa (produzione e distribuzione) (Freeman, 1984);
- comunicazione e *reporting*: elaborare linguaggi e codici, ovvero metriche, che siano in grado di rappresentare i risultati conseguiti e gli obiettivi da raggiungere in modo fluido, efficace, chiaro e univoco ai diversi *stakeholder* (Porter e Kramer, 2011).

In conclusione, è possibile affermare che la sostenibilità rappresenta una componente dell'evoluzione dell'impresa e costituisce una necessità (più che un mero vincolo) e un insieme di opportunità (Frey, 1995).

1.3 Sostenibilità e rapporto tra impresa e ambiente

La nuova concezione sostenibile dell'universo poc'anzi rappresentata coinvolge l'impresa in qualità di uno dei principali protagonisti nella ricerca di una visione sostenibile della società, ovvero di organizzazione sociale della produzione (Golinelli, 2017). Impulsi sociali e normativi intervenuti nel recente passato hanno influenzato il rapporto tra impresa e società e, quindi, l'agire della prima in termini di opportunità e condizionamenti; questi ultimi originati principalmente dalla trasformazione dei modelli di consumo e dell'esigenza di una differente gestione dei flussi informativi.

La trasformazione repentina dell'ambiente esterno e il suo dinamismo crescente hanno determinato delle risposte strategico-operative da parte delle imprese caratterizzate da un crescente grado di complessità dei processi decisionali. Tale impostazione sorge, in particolar modo, anche alla luce del ruolo di centralità che assume l'impresa nel contesto nella quale essa è inserita, ovvero di propulsore del cambiamento (Vicari, 1998).

L'attuale ambiente esterno presenta, dunque, un considerevole grado di complessità (Rullani, 1984), che non fornisce più, come in passato, riferimenti chiari e sicuri al *management* e, al contempo, sanziona tutto ciò che non è coerente con le istanze espresse. L'ambiente reagisce alle incoerenze con perturbazioni che producono

squilibri, inefficienze e malfunzionamenti nell'impresa, la quale si trova a dover rispondere innovando e concependo l'ambiente in un modo nuovo.

Si riafferma, dunque, la centralità del rapporto dinamico tra impresa e ambiente, fondato su una compatibilità reciproca di azione e reazione, che determinano un processo di *“mutua determinazione causale”* (Cafferata, 2009, pag. 273). Punto cruciale diviene, dunque, la sensibilità dell'impresa nel captare gli stimoli esterni, che non dipendono tanto dalla magnitudine degli stessi, quanto dalla capacità del *management* di cogliere ed elaborare, per il tramite della conoscenza interna, i segnali ambientali (Vicari, 1998).

L'impresa, insomma, vive utilizzando sistematicamente potenzialità e possibilità che le si profilano dinnanzi dall'ambiente che la circonda, che a sua volta evolve diversamente a seconda di come le imprese individuano, selezionano e rispondono, per il tramite del proprio bagaglio conoscitivo, a tali potenzialità. Si palesano, dunque, forze propulsive bidirezionali impresa-ambiente, che determinano in via principale la sopravvivenza della prima nella seconda, ovvero *“l'impresa, innovando e ricercando le opportunità presenti allo stato potenziale nell'economia complessiva, nell'ambiente e nella tecnologia genera il cambiamento delle macrovariabili, e quindi contribuisce a generare l'evoluzione che lega il binomio micro-macro in un unicum metodologico”* (Vaccà, 1985, pag. 14).

Da tale relazione bidirezionale discende che le imprese in determinati momenti della loro vita si allontanano dalla posizione di equilibrio (o quasi equilibrio), oltrepassando i confini della propria normale operatività. Quando si trovano oltre tale soglia possono affrontare condizioni di forte perturbazione dimostrandosi incapaci di resistere e reagire a tali perturbazioni, subendo gravi danni, sino al venir meno della sopravvivenza, oppure resilienti, ovvero in grado di assorbire tali perturbazioni, cogliendo nuove opportunità strategiche e operative (Vicari, 1998; Lengnick-Hall *et al.*, 2011). In quest'ultimo caso, le imprese reagiscono appellandosi alla propria capacità creativa, ovvero incrementando il grado di conoscenza del contesto esterno e ponendo le basi per preservare la loro vitalità.

L'ambiente nel quale l'impresa si immerge non è quindi da intendersi quale mero “contorno” oggettivo ed esterno, ma presenta una propria vitalità, in quanto plasma le caratteristiche del contesto interno dell'impresa, condizionandone l'operato. In altre parole, l'impresa è immersa nell'ambiente, ma è altrettanto vero che l'ambiente pervade l'impresa, in quanto essa non è altro che il combinato effetto di variabili di contesto nella quale essa opera, ovvero di elementi culturali, storici ed etici (Vicari, 1998; Porter e Kramer, 2006). Ne discende che ai fini del successo dell'impresa ciò che rileva non è solo e tanto la consonanza con l'ambiente esterno, *“quanto il concetto di coerenza interna all'impresa tra la percezione dell'ambiente e le modalità con cui questa percezione si traduce in azioni concrete nei confronti dell'ambiente stesso: è tra queste che deve essere mantenuta coerenza. Se dal mondo esterno arrivano segnali di errori, ciò significa che vanno cambiate la rappresentazione dell'ambiente o le modalità con le quali l'impresa fa fronte a quella rappresentazione”* (Vicari, 1998,

pagg. 80-81).

La percezione dell'agire dell'impresa rispetto alle istanze rivenienti dall'ambiente, quale la sostenibilità, richiama la necessità di acquisire e conservare la fiducia e il consenso da parte del contesto esterno in merito alle proprie iniziative strategiche e operative, per il tramite di una crescente sensibilità e attenzione alle aspettative dei diversi interlocutori (Golinelli, 2017). Il consenso intorno agli obiettivi e indirizzi di gestione che il *management* intende perseguire costituisce, insieme alla conoscenza del contesto esterno, il cuore del rapporto tra l'impresa e i singoli *stakeholder*.

A tal proposito, si richiama la distinzione tra consenso reale, di cui l'impresa gode nei confronti dei suoi interlocutori, e consenso necessario all'attuazione del proprio indirizzo strategico, in quanto solo nel momento in cui il *management* sarà in grado di gestire il consenso intorno alle proprie scelte strategiche, realizzando una sostanziale equiparazione tra consenso reale e necessario, esso sarà in grado di realizzare il proprio progetto (Coda, 1995). Riferendoci alla sostenibilità, il consenso può essere inteso quale consenso sociale, nel momento in cui l'agire del *management* viene accompagnato “*da un condotta di aperta informazione, mirante a conferire all'impresa un grado di luminosa trasparenza*” (Fazzi, 1984, pag. 193) nei confronti dei diversi *stakeholder*.

Riassumendo, la concezione sistemica dell'impresa intende quest'ultima come un'entità aperta alle relazioni e ai condizionamenti che ad essa giungono dall'esterno circa la capacità di conseguire le risorse e i contributi essenziali per la continuazione dell'attività e la realizzazione della sua *purpose* (Mintzberg, 1994; Ferrara, 1995), di talché la conoscenza e il consenso (fiducia) rappresentano risorse strettamente interrelate, che si alimentano vicendevolmente (Vicari, 1998). Ciò crea i presupposti per l'affermarsi di una buona reputazione dell'impresa (accreditamento) e per il conseguimento di un vantaggio competitivo ovvero la creazione di valore, in quanto fornisce una fondamentale informazione agli *stakeholder* circa l'attrattività dell'impresa stessa (Weigelt e Camerer, 1988; Fombrun e Shanley, 1990). In tal senso, una buona reputazione e un *know-how* consolidato, tra i diversi aspetti, conducono a una maggiore fidelizzazione della clientela (Bagwell, 1990), favoriscono l'acquisizione di nuova clientela e amplificano l'apprezzamento dell'operato dell'impresa tra i diversi *stakeholder*, alimentando un circolo virtuoso di attrazione di ulteriori risorse.

Pertanto, la sostenibilità (purché implementata nei processi produttivi e distributivi e non relegata a mera “apparenza”) influenza la maggiore o minore disponibilità di risorse (intese in senso ampio, quali risorse finanziarie, economiche, di *know-how*, di accreditamento, di immagine, di opportunità o di *chance*) che, conseguentemente, supportano e alimentano il processo di innovazione tecnologica che è indispensabile per la sopravvivenza dell'impresa e ne amplifica il successo (Vicari, 1991; Mintzberg, 1994).

Alla luce di quanto osservato, il rapporto impresa-ambiente si arricchisce di nuovi

valori, ovvero di un nuovo paradigma della sostenibilità, che caratterizza le istanze e le attese dei sovrasistemi e subsistemi, e deve essere adeguatamente riflesso nelle declinazioni strategiche del *management* (Golinelli, 2017). In altri termini, “*emerge dunque un fondamentale “valore” [...] che profila l’impresa come sempre più “responsabile” di fronte alla collettività e, perciò “socialmente controllata” nel suo comportamento e nel dinamico equilibrio tra condizioni economiche di esistenza e di sopravvivenza, da un lato, e funzione sociale, dall’altro*” (Ferrero, 1987, pag. 134).

La sostenibilità richiede dunque un processo di innovazione strategica che, dopo un’attenta analisi delle risorse disponibili (attuali e prospettive) e delle dinamiche attese della domanda (mercatiche) e dell’offerta (competitive), individui possibili alternative di sviluppo in termini di prodotto (nuovi prodotti nei mercati attuali) e/o di diversificazione sul mercato (nuovi prodotti in nuovi mercati) (Ansoff, 1957; Ansoff, 1969; Hollesen, 2010; Campbell *et al.*, 2011; McDonald e Hugh, 2011).

In conclusione, l’operare dell’impresa si caratterizza per un crescente grado di complessità, quale risultante della compenetrazione delle dimensioni reale e finanziaria, intese quale prerequisito per lo svolgimento stesso dell’agire, e la sostenibilità ambientale e sociale, quale obiettivo irrinunciabile e indifferibile che permea la società nel suo complesso. La capacità dell’impresa di coniugare coerentemente tali due aspetti (per il tramite, anche, di conoscenza ed esperienza), presenta notevoli sfide ma al contempo profila nuove opportunità per il conseguimento di un vantaggio competitivo ovvero di una redditività nel lungo termine (Galbreath, 2013; Boccuzzi, 2021).

1.4 Sostenibilità e implicazioni manageriali

Alla luce della discussione appena conclusa, la sostenibilità necessita di essere contestualizzata nelle pratiche di governo e nelle strategie dell’impresa, quale “*schema o modello decisionale atto a coordinare gli obiettivi, le linee di comportamento e l’allocazione delle risorse dell’impresa, in una visione unitaria e coerente. Nella formulazione di tale modello, lo scopo fondamentale è il perseguimento di un vantaggio competitivo difendibile e duraturo in ognuna delle aree di business in cui l’impresa è presente o intende svilupparsi*” (Ferrara e Genco, 1995, pag. 339).

Spetta al *management*, attraverso l’adozione di buone regole di amministrazione e di processi creativi e distributivi volti alla ricerca di lungimiranti equilibri, identificare il percorso strategico che al contempo rafforzi gli obiettivi economici (prioritari per la sopravvivenza) e favorisca la convergenza di interessi conflittuali ed eterogenei dei diversi *stakeholder* coinvolti direttamente o indirettamente nell’attività d’impresa (Amaduzzi, 1957; CED, 1976; Turco, 2013; Boccuzzi, 2021).

Pertanto, seppur con diversa intensità a seconda della tipologia aziendale, si accrescono e si appesantiscono i problemi di governabilità (Fazzi, 1984) in quanto emerge l’esigenza di attuare processi multidimensionali integrati, laddove la finalità della massimizzazione del valore nel tempo, proprie delle istituzioni economiche, si leghi alle esigenze sociali e ambientali promosse dai contesti in cui esse si collocano

(Turco, 2013).

Il decisore d'impresa si trova dunque a prendere costantemente, in funzione del tempo, delle caratteristiche dell'impresa e dell'ambiente, delle decisioni che sottendono dei *trade-off* (puri o impuri), quale problema di bilanciamento di obiettivi che non possono essere conseguiti a pieno in maniera simultanea (Keeney e Raiffa, 1993; Campbell e Kelly, 1994).

Si afferma una pluri-funzione obiettivo, il cui raggiungimento richiede la mediazione e la coniugazione di una molteplicità di obiettivi economici (redditività, produttività e competitività) e di contesto (sociali, ambientali e benessere generale), non di rado in conflitto e dunque soventemente ordinati tramite matrici di materialità o di priorità (D'amico, 1997; Ferrando, 2010; Golinelli e Volpe, 2012; Turco, 2013). Al riguardo, si richiama l'interdipendenza delle decisioni di impresa nel tempo e nello spazio e la necessità da parte del decisore di dotarsi di adeguate informazioni e rappresentazioni circa i contesti (interno ed esterno) dell'impresa, al fine di creare un quadro unitario nel quale le scelte siano il più possibile coerenti tra loro.

Gli effetti di tale approccio sulle decisioni strategiche d'impresa sono considerevoli e influenzano sia la fase di formalizzazione, quale "*intersezione di una valutazione esterna delle minacce e opportunità che fronteggiano un'organizzazione nel proprio ambiente, considerate in termini di fattori di successo, e di valutazione interna dei punti di forza e di debolezza della stessa organizzazione, distillati in un insieme di competenze distintive*" (Mintzberg, 1994, pag. 26), sia la fase di implementazione, quale momento di convergenza tra le eventuali discrepanze culturali e strutturali, per il tramite, se del caso, di mutamenti organizzativi e decisionali (Mintzberg e Waters, 1985; De Santis, 1995) ⁽³⁾.

Quanto alla fase di formulazione, la sostenibilità entra nelle fasi fondamentali dello sviluppo strategico e del processo di pianificazione, ovvero (i) nella "fase di revisione esterna", quale analisi sistemica dell'ambiente (macro e micro), finalizzata a individuare opportunità da perseguire (mediante i punti di forza) e minacce da evitare, (ii) nella "fase di revisione interna", quale esame delle risorse interne disponibili, volto a individuare punti di forza e di debolezza e (iii) nella "fase di valutazione della strategia", volta all'individuazione delle alternative strategiche perseguibili sulla base (anche) dei valori e della cultura dell'impresa.

Riguardo alla prima fase di analisi ambientale, la concezione sistemica intende l'impresa come un'entità aperta alle relazioni e ai condizionamenti che giungono dall'esterno (Mintzberg, 1994; Ferrara, 1995). Ai fini della sopravvivenza è dunque

⁽³⁾ Sul punto si consideri che: "*Le azioni strategiche che il governo d'impresa può intraprendere per combattere le cause del rischio e ripristinare, mantenere o migliorare le posizioni di equilibrio del sistema, sono collocabili su tre direttrici ideali: (a) verso la flessibilità [...]; (b) verso la dominanza [...]; (c) verso l'integrazione [...]. Ogni decisione strategica – idealmente collocabile, in relazione alle finalità per le quali l'azione è stata pensata, in una delle tre individuate direttrici – può produrre riflessi, anche rilevanti, all'interno delle altre direttrici; riflessi che attenuano o esaltano, a seconda dei casi, l'effetto globale dell'azione strategica*" (Cavalieri, 1995b, pag. 26 e seg.).

necessario che l'impresa interagisca con il contesto esterno, al fine di comprendere i fenomeni che possono influire sulla propria dinamica evolutiva e orienti le proprie decisioni mediante il criterio dell'efficacia, ovvero adegui alle eterogenee aspettative dei diversi pubblici le proprie strategie.

In merito alla seconda fase di valutazione delle risorse interne disponibili, l'impresa deve formulare un giudizio di coerenza circa gli obiettivi perseguibili risultanti dall'analisi ambientale e le risorse interne a disposizione, evidenziando punti di forza e di debolezza. In tale circostanza, lo strumento della pianificazione assume un ruolo fondamentale quale supporto strategico al fine di attuare nuove strategie e calibrare quelle esistenti, riallocando le risorse disponibili per far fronte a eventuali *performance* non soddisfacenti (Ferrara, 1995).

In sintesi, la sostenibilità incide sul processo di formulazione, quale momento di formalizzazione dei piani d'azione delle linee di sviluppo della gestione che, abbracciando integralmente le diverse attività, declina obiettivi da perseguire, mezzi da impiegare, operazioni da compiere e tempistiche di attuazione, nonché le innovazioni quali-quantitative da apportare al fine di rimuovere gli ostacoli al raggiungimento degli obiettivi di medio-lungo termine (Sciarelli, 2004).

Quanto alla fase di implementazione, quale momento di scomposizione della strategia in sotto-strategie (aziendali, di *business* e funzionali), il *management* si trova a dover assumere le decisioni di attuazione che possano supportare in via ottimale il conseguimento degli obiettivi delineati (Mintzberg, 1994; Ferrara e Genco, 1995). Giocano un ruolo fondamentale in tal senso le aspettative temporali di realizzazione delle strategie e la tempestività dell'attuazione ai fini del perseguimento di un vantaggio competitivo (Ferrara e Genco, 1995).

In aggiunta, sia nella fase di formulazione sia nella fase di implementazione, rivestono una centralità rilevante (i) il sistema dei credi e dei valori posti alla base della cultura aziendale, dai quali discendono le capacità del *management* di cogliere le tendenze dell'ambiente e di rispondervi, anche per il tramite della creatività (Ferrara e Genco, 1995) e (ii) la capacità del *management* di selezionare, interpretare e valorizzare le informazioni disponibili (Ferrara, 1995), che debbono corrispondere per qualità e quantità alle esigenze conoscitive del decisore d'impresa ed essere disponibili al momento giusto, ovvero in grado di fornire in modo accurato e tempestivo un'esaudiente rappresentazione del fenomeno.

La sostenibilità richiede di arricchire la cultura aziendale e il sistema dei credi di elementi nuovi, al fine di abbracciare nell'ambito della definizione di strategie e piani di azione una visione di medio-lungo termine (Boccuzzi, 2021). Sotto tali assunti, l'impresa si afferma quale "*realtà fatta di obiettivi da raggiungere, di strategie elaborate per conseguirli, di politiche e piani adottati per realizzarle, manifestandosi all'esterno in conformità a quelle strategie e a quei piani; ed è fatta quindi di rapporti molteplici intrattenuti con le varie forze, con i vari gruppi interessati, anche con opposte istanze, alla sopravvivenza di detta realtà*" (Fazzi, 1984, pagg. 178-179). In altri termini, essa può essere intesa quale "*complesso unitario di comportamenti*

attraverso i quali essa si afferma, si sviluppa, oppure si ossifica e si dissolve. Tale appare [...] in dipendenza delle percezioni, delle impressioni, degli apprezzamenti, dei giudizi – favorevoli e sfavorevoli – che i diversi “pubblici” hanno tratto dai suddetti comportamenti” (Fazzi, 1984, pag. 187).

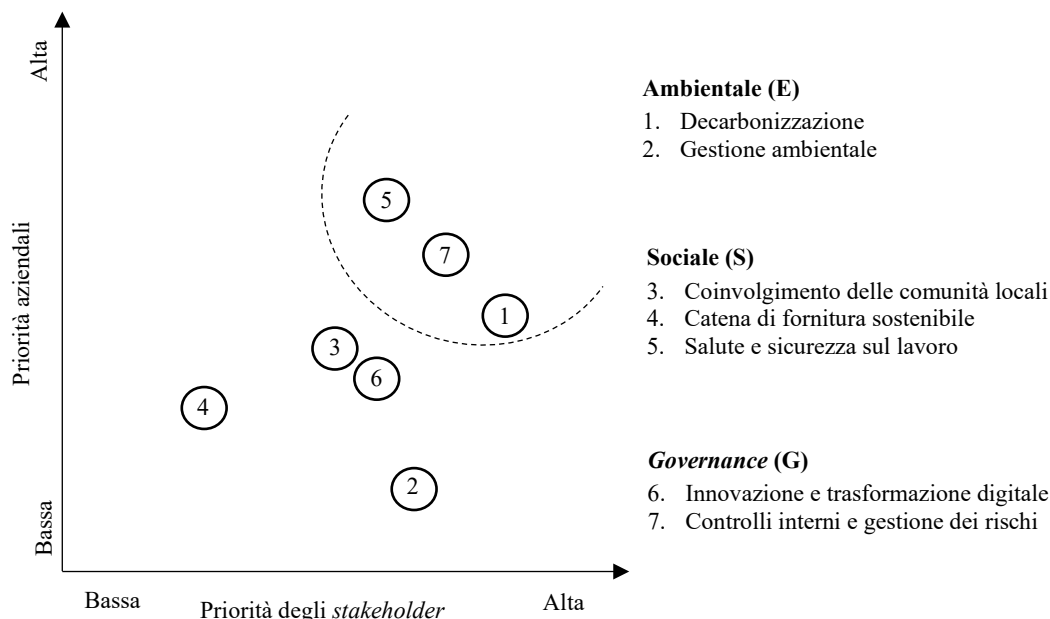
Pertanto, nel programmare e perseguire la sopravvivenza, l’impresa deve coniugare e integrare gli obiettivi delle dimensioni reale e finanziaria con quelli rivvenienti dalle altre dimensioni valoriali dell’azienda e della società nella quale essa opera (Turco, 2013), quale la sostenibilità. Il *management* si dota dunque di processi gestionali che, coinvolgendo in modo diretto e continuo gli *stakeholder* (*engagement*), sintetizzano e identificano le priorità e la rilevanza delle tematiche dei diversi pubblici con le priorità dell’impresa (Freeman, 1984; Golinelli, 2017).

In questo senso, si palesa l’importanza di una valutazione *ex ante* ed *ex post*, quale collegamento delle strategie attuate nel passato con i risultati conseguiti, implementando, laddove necessario, delle calibrizioni in una prospettiva di *feedback* iterativo. Nella valutazione *ex ante*, in particolare, il *management* deve adottare un approccio che consideri la consonanza, ovvero l’adeguatezza della strategia nel medio-lungo termine con le caratteristiche dell’ambiente nel quale l’impresa sviluppa le proprie potenzialità, la fattibilità della realizzazione e la profittabilità (Ferrara e Genco, 1995).

Nella prassi, anche alla luce di quanto indicato nel primo pilastro del documento WEF (2020) e, in via generale, a quanto auspicato da legislatori e regolatori sul tema del c.d. “*stakeholder engagement*”, si fa sovente utilizzo della matrice di materialità (o di priorità) che, intersecando la duplice dimensione delle priorità impresa-*stakeholder*, consente una rappresentazione integrata degli obiettivi da perseguire, nonché la declinazione di nuove strategie o la calibrizione di quelle esistenti. Al riguardo, si evidenzia come l’elaborazione della matrice di materialità, attraverso l’intersezione dei temi rilevanti per l’impresa e gli *stakeholder*, costituisce il presupposto per l’elaborazione della dichiarazione non finanziaria mediante l’utilizzo dei Global Reporting Initiative Standards (Rutigliano, 2020), ovvero per la declinazione di una efficace rendicontazione verso i diversi portatori di interesse e, al contempo, un concreto coinvolgimento degli stessi e delle relative istanze nei processi strategici e operativi dell’impresa (*engagement*).

Nella figura che segue si riporta un esempio di matrice di materialità.

Figura 1 – Matrice di materialità



Fonte: adattato da Enel (2020)

La mappatura delle priorità costituisce solo un primo passaggio per comprendere come elaborare e implementare nel sistema dei criteri decisionali il tema della sostenibilità al fine di conseguire gli obiettivi delineati nel medio-lungo termine.

Si consideri altresì che l'attività d'impresa si caratterizza per il perseguimento di una pluralità di obiettivi, con potenziali conflitti tra gli stessi. Nel rispetto delle condizioni di economicità, tali conflitti si risolvono non già in una struttura gerarchica di tipo piramidale, ma per il tramite di una strategia allargata in cui i diversi obiettivi sono collegati con relazioni dinamiche di causa-effetto che abbracciano differenti intervalli temporali (Coda, 1995). Ciò rende giustificabili, ad esempio, sacrifici attuali per ritorni futuri, oltre a risparmi di costi per investimenti in sviluppo (Turco, 2013).

Appare evidente come il rapporto impresa-ambiente si fondi su un duplice binario di conoscenza e consenso, in quanto l'elaborazione di una strategia e di un piano strategico-operativo da parte dell'impresa non è altro che la risultante di un profondo processo conoscitivo del contesto interno ed esterno e, al contempo, di una oculata attività di gestione del consenso intorno alle scelte strategiche, al fine di suscitare partecipazione e infondere fiducia circa la capacità di soddisfare le attese e le istanze dei diversi *stakeholder* (Coda, 1995).

Considerato il vasto tema delle decisioni d'impresa, oggetto di uno specifico approfondimento teorico nel Capitolo V del presente elaborato, il ciclo strategico rappresenta la sintesi di *driver* decisionali quali la *purpose*, la visione, la missione, la finalità e gli obiettivi generali e specifici, il cui conseguimento è strumentale alla creazione delle condizioni necessarie per la sopravvivenza. In particolare, la *purpose*, la visione e la missione hanno la funzione di indirizzare le decisioni e le azioni di impresa in ragione a ciò che la stessa intende essere e diventare, mentre il fine della

sopravvivenza e gli obiettivi generali e specifici delimitano, nel corso della dinamica evolutiva, l'insieme delle alternative disponibili tra le quali il *management* può selezionare quelle più appropriate alla risoluzione di problemi correnti e prospettici. In tale processo di selezione, il *management*, data l'interpretazione e la valorizzazione delle informazioni disponibili, opera secondo condizioni di razionalità, consequenzialità e appropriatezza al fine di intraprendere, tra le scelte individuate rispetto ai *driver* decisionali sopra rappresentati, le alternative che soggiacciono ai criteri decisionali di efficacia, efficienza e redditività, sintetizzabili nel principio di convenienza (Panati e Golinelli, 1997).

Riassumendo, mentre i *driver* decisionali rappresentano le finalità prefissate, i criteri decisionali definiscono la modalità con le quali esse debbono essere perseguite (Barile *et al.*, 2022).

Quanto ai criteri decisionali, la dottrina economico-aziendale individua il criterio guida dei comportamenti e delle scelte dell'impresa nell'economicità ovvero nella ricerca di durevoli condizioni di equilibrio economico, a sua volta espressione della capacità dell'impresa di soddisfare le attese economiche di tutti i suoi interlocutori (Donna, 1995). L'economicità rappresenta dunque l'attitudine dell'impresa a conseguire i propri obiettivi attraverso le condizioni di minimo costo relativo, considerando al contempo fattori ambientali esogeni ed endogeni (Bianchi, 1993).

Tuttavia, i criteri decisionali non possono essere letti isolatamente, ma devono essere accompagnati da una coerenza di fondo sincronica, tra contesto interno ed esterno, e diacronica, nella consapevolezza che il processo per il loro conseguimento è senza soluzione di continuità e richiede un impegno costante e sistemico (Giudici, 1995).

In merito all'efficacia, intesa quale “*corrispondenza tra il risultato di un'azione o comunque di una circostanza, e un modello, o standard, utilizzato consciamente o inconsciamente, esplicitamente o implicitamente, per indicare la positività del risultato stesso*” (Giudici, 1995, pag. 622), risulta evidente come per orientare le decisioni sulla base di tale criterio occorra comprendere le mutevoli aspettative e pressioni del contesto esterno, adeguando a dette istanze, le scelte strategiche e operative dell'impresa (Giudici, 1995). L'efficacia, richiamando dunque la capacità dell'impresa di realizzare i propri fini e gli obiettivi prestabiliti, “*attiene alla capacità del management di proporre nuove combinazioni dei fattori a disposizione, che consentano all'impresa di sopravvivere e svilupparsi*” (Panati e Golinelli, 1997, pag. 101).

Quanto all'efficienza, intesa quale “*conseguimento del risultato voluto col minimo dispendio di risorse, o, con espressione sostanzialmente equivalente, il conseguimento del maggior risultato possibile con l'utilizzazione di tutte le risorse a disposizione*” (Giudici, 1995, pag. 620), essa non può essere soddisfatta indipendentemente dall'efficacia, in quanto il rispetto di tale criterio, ovvero l'attenzione a creare le condizioni che consentano di utilizzare razionalmente le risorse, determina un orientamento deciso al conseguimento dell'obiettivo, cioè a rendere l'azione efficace

(Giudici, 1995).

In sintesi, l'impresa, come sistema socio-economico, dinamico e aperto, riceve dall'esterno numerosi *input* che assumono la fattispecie di vincoli, di condizionamenti e di opportunità. D'altro canto, essa trasferisce all'esterno i risultati della sua attività di trasformazione e di distribuzione, oltreché varie opportunità economiche e sociali. Da tale constatazione risulta che l'impresa è vincolata dal livello di efficienza attesa dell'ambiente e concorre alla formazione dello stesso. Il *management* deve dunque prodigarsi nella ricerca e individuazione degli elementi operativi e organizzativi e, più in generale, delle strategie che consento il perseguimento degli obiettivi in condizione di efficienza e in connessione con le caratteristiche esterne (efficacia) (Giudici, 1995).

Quanto al criterio di redditività, esso esprime la capacità di una determinata alternativa di generare reddito in proporzione allo *stock* di capitale investito, ovvero la misura relativa della forza economica dell'impresa e, quindi, della convenienza a investire in un determinato processo produttivo (Panati e Golinelli, 1997) e, in via generale, a impiegare risorse in una determinata impresa. In tale ambito, la massimizzazione di tale ritorno (reddito) rispetto alle risorse investite – seppure subordinato all'esistenza di numerosi vincoli e condizionamenti di varia natura – resta il fine ultimo per la comprensione dell'attività d'impresa.

Tuttavia, il criterio massimizzante del profitto o della redditività, quale pura intenzionalità dell'agire (Caselli, 1995), non può essere disgiunto dal consenso, nel senso che un disavanzo strutturale sul fronte dei valori e della responsabilità dell'impresa in merito alle istanze sociali di sostenibilità rischia di pregiudicare la redditività d'impresa strettamente concepita nel medio-lungo termine. L'impresa è chiamata a rendere conto degli effetti del proprio agire sul contesto esterno, nella consapevolezza che l'ambiente può attuare delle reazioni che possono generare squilibri e malfunzionamenti nell'impresa (Sapelli, 1995), e, in ultima istanza, pregiudicarne la sopravvivenza. La responsabilità sociale assunta dall'impresa in merito alle istanze di sostenibilità mosse dai diversi *stakeholder* risulta pertanto parte integrante ed essenziale dell'orientamento strategico; con obiettivi di massimizzazione a lungo termine del saggio di rendimento delle risorse impiegate nell'impresa che debbono essere considerati congiuntamente alle finalità sociali assunte dalla stessa (Caselli, 1995; Sapelli, 1995).

In sintesi, *“alla componente “economica” non va disgiunta la componente “sociale”. Invero, le relazioni fra l'impresa e l'ambiente che la circonda si svolgono ormai su altre dimensioni, oltre quella economica; i rapporti dell'impresa con i suoi diretti “interlocutori” e, più in generale, con i suoi diversi pubblici, non sono osservati soltanto nelle pur varie manifestazioni di scambio, dovendo essa farsi sempre più riconoscere come un fatto “socialmente” positivo dell'ambiente-società nel quale è inserita. Anzi, da più parti si chiede che all'impresa si assegnata una collocazione nuova, sia affidato un nuovo ruolo nel contesto cui appartiene; si chiede cioè che l'impresa, seppur debba affermare sempre l'efficienza economica quale opzione irrinunciabile per la sua sopravvivenza, accolga e faccia comunque proprie le istanze*

sociali della collettività. Si attende, più chiaramente, che l'obiettivo imprenditoriale di fondo della salda continuità economica dell'impresa nel medio-lungo andare, motivato oggi anche da una sempre maggiore "responsabilità sociale" nei riguardi dei gruppi sociali [...] legati alla sopravvivenza, diventi l'obiettivo intermedio e strumentale rispetto ad una nuova meta cui l'impresa dovrebbe mirare: il benessere sociale in una nuova coscienza sociale, aperta cioè ai problemi della collettività" (Fazzi, 1984, pagg. 189-190).

Appare evidente che la componente sociale e la coerenza diacronica dei criteri decisionali adottati necessitano altresì di un passaggio concettuale dalla finalità di massimizzazione del reddito a quella di massimizzazione del valore, che consideri uno spostamento della gestione dal breve termine al lungo termine, una prospettiva coerente con la finalità ultima della sopravvivenza e i positivi riflessi sul consenso da parte degli azionisti e degli altri *stakeholder*.

La ricerca di una coerenza tra dimensione economica, prioritaria per la sopravvivenza, e dimensione sostenibile, quale equilibrio tra vincoli e istanze rivenienti dall'ambiente interno ed esterno, richiede alle imprese di implementare nuovi processi amministrativi e di rivedere quelli già esistenti, in un duplice binomio di gradualità e priorità, nella consapevolezza che i costi attuali di transizione, benché considerati ingenti, possano tuttavia ritenersi inferiori a quelli che dovrebbero essere sostenuti nel medio-lungo termine in assenza di adeguate politiche di sostenibilità (Boccuzzi, 2021). In tale circostanza, considerazioni di costi-benefici di medio-lungo termine assumono una componente centrale nel processo decisionale, in quanto nessuna impresa di qualsiasi dimensione sarebbe disposta a sostenere dei costi che potrebbero potenzialmente minare la propria posizione competitiva e la sua stessa sopravvivenza. L'impegno ingente richiesto alle imprese deve trovare dunque una giustificazione in termini di benefici, tangibili o intangibili, in quanto, se da un lato, le grandi imprese che assumono orizzonti di pianificazione medio-lunghi possono essere disposte a rinunciare a parte dei profitti nel breve termine per benefici di medio-lungo periodo, dall'altro, le piccole e medie imprese che "*sacrifices too much in the way of earnings in the short run will soon find itself with no long run to worry about*" (CED, 1976, pag. 33).

In altri termini, l'impresa dovrà conseguire livelli di redditività che siano considerati dai propri investitori e *stakeholder* come ragionevoli sotto determinati vincoli, ovvero gli investimenti inerenti alla sostenibilità dovranno generare dei ritorni che siano congrui con il costo del capitale richiesto.

Il tema in questione rappresenta un terreno inesplorato caratterizzato da una strutturale incertezza e complessità, che richiede alle imprese di riconsiderare le declinazioni strategiche tradizionalmente utilizzate e implementate alla ricerca di una coerenza tra componente economica e sostenibile. In tale frangente, il *management* si trova a dover affrontare tale terreno mediante un approccio olistico, considerando, in via convenzionale, i seguenti passaggi principali:

-
- analisi del contesto: identificazione dei fattori rilevanti afferenti alla dimensionale economica, sociale e ambientale;
 - identificazione degli *stakeholder*: mappatura dei principali *stakeholder* e rilevazione delle istanze e delle aspettative, anche per il tramite di modelli di *governance* maggiormente trasparenti e aperti al contributo attivo degli stessi (*stakeholder engagement*);
 - analisi delle priorità e dei rischi (opportunità) potenziali: identificazione delle priorità per gli *stakeholder* e per l'impresa, nonché dei principali rischi (opportunità) potenziali, ovvero della probabilità di accadimento e la magnitudo degli impatti dei fattori ESG sull'attività d'impresa;
 - definizione di un piano strategico: elaborazione di un piano che, sulla base delle risultanze del punto precedente, sia consono alla realizzazione di una pluri-funzione obiettivo che includa indicatori di sostenibilità (KPI) nel medio-lungo periodo;
 - esecuzione del piano strategico: attuazione delle azioni volte al raggiungimento degli obiettivi delineati;
 - monitoraggio, valutazione e rendicontazione: monitoraggio del processo, misurazione e rendicontazione (*disclosure*) delle *performance* conseguite, con evidenza degli scostamenti rispetto agli obiettivi prefissati e degli impatti ambientali, sociali ed economici, diretti e indiretti, rivenienti dall'attività d'impresa (Freeman, 1984).

Come già anticipato, i passaggi poc'anzi illustrati evidenziano l'importanza di una valutazione *ex ante* ed *ex post*, quale collegamento delle strategie attuate nel passato con i risultati conseguiti, implementando, laddove necessario, delle calibrature in una prospettiva di *feedback* iterativo continuo nel tempo.

La complessità dei rapporti impresa e ambiente dà luogo a sfide ambientali pervasive e trasversali, che richiedono all'interno dell'impresa l'adozione di un approccio orizzontale con ampio coinvolgimento della struttura aziendale in tutte le sue componenti. Il *management* deve farsi promotore della valorizzazione degli obiettivi di compatibilità con l'ambiente, coinvolgendo tre elementi chiave: organizzazione, innovazione e comunicazione (Frey, 1995).

Quanto all'organizzazione (e alla connessa comunicazione), intesa quale sistema di azioni legate alla maturazione, gestione e controllo dei cambiamenti necessari per creare un ambiente interno in grado di rispondere correttamente ad attese e pressioni dell'ambiente esterno (Frey, 1995), si consideri convenzionalmente la seguente articolazione in sistemi endo-aziendali:

- sistema di poteri-responsabilità: la ripartizione dei compiti, dei poteri e delle responsabilità inerenti alle singole funzioni di gestione, ovvero nella declinazione coordinata di macro-obiettivi in sub-obiettivi di competenza delle singole strutture. Sul punto, un'efficace risposta alle istanze della sostenibilità richiede l'adozione di un'agenda condivisa nel ciclo di direzione aziendale e un ripensamento organizzativo delle strutture aziendali in merito

-
- alla formazione del personale e alla creazione di funzioni/strutture dedicate (per esempio, comitati endo-consiliari dedicati);
- sistema di relazioni: le relazioni che vengono intessute tra le singole strutture, quale condizione indispensabile per l'agire coordinato dell'impresa;
 - sistema di comunicazioni: l'istaurazione di un sistema informativo efficiente, quale linfa vitale per l'agire unitario e coordinato finalizzato al funzionamento del sistema impresa. Al riguardo, il ciclo informativo aziendale, quale complesso unitario di linguaggi e codici che fluendo dall'interno dell'impresa vengono integrati da quelle provenienti dall'ambiente esterno, si arricchisce di nuovi contenuti e strumenti (i.e., sistema di metriche condivise) afferenti alla sostenibilità. La centralità di un ciclo informativo chiaro e aperto è funzionale alla creazione del consenso intorno alle iniziative promosse dall'impresa (Sciarelli, 2004), in quanto consente agli *stakeholder* di trasformare le informazioni in conoscenza (Rutigliano, 2020).

L'innovazione viene intesa quale insieme dei cambiamenti tecnologici e operativi volti ad accrescere la proposta di valore mediante il miglioramento di prodotti/servizi e dei sottostanti/conseguenti processi produttivi e distributivi (Frey, 1995).

In tal senso, la sostenibilità, richiamando quanto già precedentemente argomentato, induce un processo di innovazione strategica in termini di nuove articolazioni di mercato-prodotto, ovvero di sviluppo del prodotto (nuovi prodotti nei mercati attuali) e/o di diversificazione (nuovi prodotti in nuovi mercati) (Ansoff, 1957; Ansoff, 1969; Hollesen, 2010; Campbell *et al.*, 2011; McDonald e Hugh, 2011).

Sul punto si richiama la necessità di mantenere una sostanziale coerenza tra organizzazione, decisioni e contesto esterno dell'impresa nonché alla capacità di adattamento dell'impresa ai cambiamenti; potenzialmente ostacolata dal manifestarsi di impedimenti e limiti riconducibili a inerzie strutturali e cognitive che presentano magnitudini via via crescenti quanto più si cerca di modificare aspetti durevoli e persistenti.

La sostenibilità pone non poche tematiche organizzative e di implementazione e coerenza decisionale con le strategie rivenienti dalle dimensioni reale e finanziaria con un concreto rischio di mancato coordinamento qualora la stessa sia (i) relegata a semplice attività reputazionale per acquisire legittimità dal contesto, (ii) condivisa dall'organizzazione a livello macro ma non pienamente da specifiche funzioni e/o da singoli *manager*, oppure (iii) condivisa dall'organizzazione a livello macro e dalle specifiche funzioni e/o da singoli *manager* ma complessa da implementare e innestare nelle strategie attualmente in essere nell'impresa.

Mentre i primi due punti evidenziano un tema di legittimità nell'implementazione nel quadro di strategie già in essere, il terzo e ultimo punto palesa un tema di non semplice soluzione con potenziali tensioni tra:

- obiettivi strategici, ovvero di coerenza tra obiettivi economico-finanziari e determinati *standard* di sostenibilità richiesti dal contesto di riferimento. Si

consideri, ad esempio, la necessità di contenere i costi di produzione al fine di incrementare l'efficienza e al contempo destinare le risorse verso investimenti in sostenibilità, con impatti in termini di redditività di medio-lungo termine;

- caratteristiche di un determinato prodotto e/o servizio, ovvero di adeguamento del processo produttivo e/o delle materie prime impiegate per rendere il prodotto e la relativa catena del valore sostenibile senza alterare le caratteristiche ritenute fondamentali dalla domanda;
- valori dell'organizzazione, ovvero di potenziale conflittualità tra le strategie in essere e le strategie di sostenibilità (Hengst *et al.*, 2020).

Al fine di risolvere tali tensioni, il *management* necessita di coniugare gli obiettivi economici con quelli inerenti alla sostenibilità, dotandosi di metriche e indicatori che consentano di apprezzare in modo chiaro e credibile tali dimensioni interdipendenti (Bocuzzi, 2021), ovvero di un sistema di linguaggi e codici (per esempio, KPI) che consentano di declinare e veicolare obiettivi fissati e *performance* conseguite verso l'interno, nell'ambito del controllo di direzione (i.e., determinazione di obiettivi, rilevazione periodica dei risultati, analisi causale degli scostamenti e interventi correttivi da apportare), e l'esterno, nel flusso informativo verso i diversi pubblici (Hengst *et al.*, 2020).

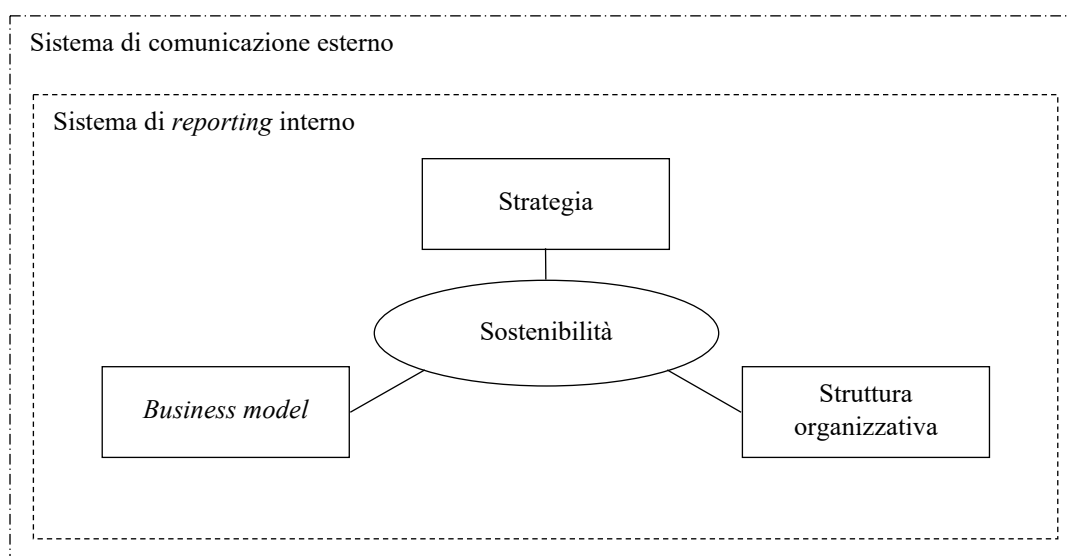
Rispetto a quanto fin qui osservato, occorre rilevare che la sostenibilità può costituire la fonte di un vantaggio competitivo per l'impresa, per il tramite del consenso e della fiducia, solo qualora vi sia una convergenza nell'ambito della catena del valore di un determinato prodotto/servizio di valori condivisi con i soggetti afferenti alla rete (Galbreath, 2013; Bocuzzi, 2021). La sostenibilità influenza dunque non solo la condotta della singola impresa ma l'intera catena del valore a monte e valle, in quanto lo sforzo verso la dimensione sostenibile passa anche attraverso la capacità dell'impresa di coinvolgere i diversi attori presenti ad agire in modo responsabile (Tong *et al.*, 2018). In tal senso, nella prassi si è soliti identificare la condivisione di valori comuni e *standard* minimi economico-sostenibili tra i diversi attori, anche, per esempio, per il tramite di processi di valutazione e gestione della catena di fornitura. In altri termini, un'impresa, così come la relativa offerta, può essere considerata come sostenibile non solo se riesce a condividere e allinearsi a dei valori comuni condivisi con i singoli attori della rete relazionale, ma bensì se riesce a promuovere tali valori anche all'interno della catena del valore, garantendo il rispetto di *standard* sostenibili del prodotto e servizi in tutti i passaggi di produzione e distribuzione, limitando dunque i potenziali effetti negativi.

Ciò posto, la letteratura accademica ha evidenziato come l'introduzione di pratiche sostenibili, anche in considerazione di quanto già argomentato in merito all'accreditamento nell'ambiente esterno, possa determinare un decremento dell'elasticità della domanda rispetto al prezzo, in quanto i consumatori sarebbero disposti a pagare un corrispettivo maggiore nella consapevolezza che il bene sia prodotto secondo criteri socialmente responsabili, ovvero rispetti determinati *standard*

lungo l'intera catena del valore (Wu e Shen, 2013; Tully e Winer, 2014).

In conclusione, la sostenibilità richiede delle modificazioni organizzative accompagnate dall'adozione di strumenti adeguati a gestire la complessità e pervasività del fenomeno, ovvero l'assunzione di un approccio olistico che coinvolge trasversalmente, a partire dalla cultura aziendale, (i) la strategia, (ii) il *business model*, (iii) la struttura organizzativa, (iv) il sistema di *reporting* interno e (v) il sistema di comunicazione esterno.

Figura 2 – La declinazione olistica della sostenibilità



Fonte: nostra elaborazione

1.5 Metriche e strumenti ESG

Alla luce delle considerazioni formulate in materia di sostenibilità e implicazioni manageriali, l'agire allineato dell'impresa rispetto al sistema valoriale condiviso con la rete fa sorgere un fabbisogno informativo-rappresentativo per tutti gli attori ad essa appartenenti, impresa inclusa.

Il *management* e i singoli *stakeholder* manifestano dunque un fabbisogno informativo-rappresentativo sulle tematiche di sostenibilità, talvolta analitico e talvolta sintetico, sul quale fondare il proprio processo decisionale, ovvero la necessità di sviluppare e arricchire il sistema dei linguaggi e dei codici che consentano di declinare e veicolare obiettivi fissati e *performance* conseguite al contesto interno ed esterno (CED, 1976; Panati e Golinelli, 1997). Il sistema di linguaggi e codici condivisi, rispondendo all'esigenza di interpretare correttamente la mole informativa che investe l'impresa, è il presupposto sul quale fondare il processo di apprendimento del *management*, ovvero di stratificazione e trasformazione delle informazioni in conoscenza (Rutigliano, 2020), e, dunque, di porre in essere un coordinato sistema di decisioni operative consono ed efficace (Panati e Golinelli, 1997).

Il processo informativo, basato sul sistema dei linguaggi e dei codici, rappresenta il tessuto connettivo “*indispensabile al mantenimento delle relazioni tra le varie aree funzionali dell’unità produttivo-decisionale e tra questa e il suo ambiente esterno*” (Panati e Golinelli, 1997, pag. 84), ovvero, in altri termini, il presupposto per l’adozione di scelte strategiche, tattiche e operative, condivise ed efficaci.

Stante l’ambiente nella quale l’impresa è inserita, si rende necessario sviluppare un linguaggio che renda intellegibile la realtà e, al contempo, individuare dei codici funzionali a veicolare le informazioni in modo fluido, efficace, chiaro e univoco, generando conoscenza, e individuare i diversi percorsi evolutivi perseguibili (Bellante, 1995).

La comunicazione e il linguaggio sono, stante anche la rilevanza che ha assunto la sostenibilità, parte del successo aziendale al fine di dialogare con i diversi pubblici e rispondere, evidenziando l’allineamento dei propri prodotti e servizi al sistema valoriale della rete, adeguatamente a istanze e interessi eterogenei (Cherubini, 1995). La qualità delle decisioni strategiche è strettamente dipendente dalla qualità del linguaggio utilizzato, quale flusso informativo-conoscitivo che attraversa in modo bidirezionale i confini dell’impresa (Bellante, 1995).

Al riguardo, la qualità del linguaggio (e della relativa *disclosure*) non influenza esclusivamente il successo dell’impresa in quanto tale ma, in generale, anche l’efficienza del mercato, in una relazione causale positiva. Un flusso informativo di qualità costituisce uno dei presupposti per il successo dell’impresa attraverso, ad esempio, la riduzione del rischio percepito dagli *stakeholder*, con riflessi sul costo del capitale, per il venir meno di distorsioni legate ad asimmetrie informative e costi di transazione (Botosan, 2006).

In tale ambito, un’efficace *disclosure* rappresenta lo strumento per creare conoscenza circa le condotte assunte dall’impresa nei confronti dei diversi pubblici, in quanto momento di individuazione, raccolta, misurazione, elaborazione e comunicazione delle informazioni. Si rende dunque necessario affiancare alla consueta informativa finanziaria, una informativa sulla sostenibilità che presenti il medesimo rigore, ovvero metodologie valide e condivise e indicatori comparabili e verificabili che consentano di ridurre le distorsioni derivanti da potenziali asimmetrie informative tra l’impresa e i singoli *stakeholder*.

Un sistema di comunicazione efficace degli obiettivi, delle pratiche e delle risultanti incide notevolmente sui rapporti con gli *stakeholder* e, dunque, sul successo dell’attività d’impresa (Coda, 1991; Fiocca, 1993; Vitolla e Rubino, 2012). In particolare, la qualità delle informazioni fornite – intese come rilevanti, comparabili, attendibili e verificabili – si riflette principalmente in:

- consenso: la declinazione di metriche efficaci ed efficienti costituisce non solo uno strumento utile per l’organo di governo per individuare e valutare l’efficacia delle proprie strategie, bensì anche il presupposto per creare e preservare il consenso intorno alle proprie iniziative da parte dei diversi pubblici (Coda, 1991; Fiocca, 1993);

-
- fiducia e legittimazione: la diffusione dei valori dell'impresa e il raggiungimento di obiettivi comuni costituiscono il presupposto per creare e preservare la fiducia e la legittimazione (Vicari, 1998);
 - costo del capitale proprio: una *disclosure* informativa di qualità determina, per il tramite della riduzione del rischio percepito da parte degli investitori e delle distorsioni legate ad asimmetrie informative e costi di transazione, un costo del capitale proprio inferiore (Diamond e Verrecchia, 1991; Botosan, 2006);
 - costo del capitale di terzi: una *disclosure* informativa di qualità determina, per il tramite della valorizzazione nei processi di valutazione del merito creditizio da parte del soggetto finanziatore, un costo del credito inferiore (Sengupta, 1998).

Si rileva dunque la crescente necessità di valorizzare nel sistema informativo dell'impresa, inteso quale sistema che *“comprende e collega ogni procedimento di rilevazione dei fatti che si svolgono nell'impresa, e che rispetto al tempo nel quale le rilevazioni si attuano, posto in rapporto al tempo al quale si riferiscono i fatti rilevati, possono essere antecedenti, concomitanti, conseguenti ai fatti”* (Amaduzzi e Paolone, 1986, pag. 4), stante le maggiori dimensioni dell'impresa, l'allargamento dei suoi spazi economici e la complessità delle relazioni operative rispetto all'ambiente interno ed esterno alla stessa.

Rilevazioni che devono rispondere comunque a un principio di materialità e proporzionalità, ovvero a un sistema informativo dinamico la cui struttura e ampiezza variano al variare della complessità della singola impresa e del proprio *business model*.

L'integrazione di indicatori di sostenibilità nel bilancio di esercizio comporta dunque una estensione della funzione di *disclosure* che lo stesso assolve rispetto ai diversi pubblici, ovvero quale estensione dei diversi interessi convergenti (Amaduzzi e Paolone, 1986).

In sintesi, *“né la gestione né l'organizzazione, invero, possono essere ordinate con fondamento consapevole e secondo efficienza, senza l'ausilio della rilevazione cioè della metodica osservazione e determinazione, preventiva o consuntiva, prospettiva o retrospettiva, riferita sia a fenomeni d'azienda, sia a fenomeni di mercato e di ambiente, con i quali i primi hanno o possono avere significative relazioni”* (Onida, 1971, pag. 555).

Le informazioni devono essere funzionali allo specifico processo decisionale, ovvero possedere le seguenti caratteristiche fondamentali:

- rispondere pienamente alle esigenze del destinatario, in quanto all'interno dell'impresa possono distinguersi una pluralità di fabbisogni informativi particolari;
- possedere requisiti formali, ovvero immediatamente utilizzabili senza ulteriori elaborazioni e traduzioni;
- velocità di elaborazione, ovvero essere fruibili in tempo utile per effettuare le sue scelte (Panati e Golinelli, 1997).

Le tematiche di sostenibilità influenzano dunque il cuore del sistema informativo, ovvero il “sistema di misurazione”, inteso quale insieme delle teorie, modelli, tecniche di gestione, metriche utilizzate dall’organo di governo per operare le proprie scelte. In particolare, esse coinvolgono le componenti del sistema informativo, ovvero:

- sistema dei sensori, che converte i fenomeni osservati in dati;
- sistema dell’elaborazione dei dati, che svolge specifiche funzioni di calcolo sui dati pervenuti;
- sistema delle analisi e delle decisioni manageriali, che converte i dati in informazioni funzionali all’organo di governo per l’adozione delle proprie decisioni (Panati e Golinelli, 1997).

In altri termini, la sostenibilità richiede di ampliare il corrente portafoglio di metriche e metodologie a disposizione del *management* (prevalentemente di natura economico-finanziarie) con indicatori generali e settoriali che consentano di apprezzare in modo obiettivo e accurato la condotta e gli impatti dell’impresa sulla sfera ambientale, sociale e di *governance* (CED, 1976), ovvero di strumenti che misurando l’efficacia delle scelte effettuate, indichino la direzione e supportino il *management* nella soddisfazione delle istanze dei diversi *stakeholder* e nella revisione periodica delle strategie (Rutigliano, 2020).

Sul punto, occorre precisare che l’ampliamento della pletera di indicatori, ispirato alla trasformazione delle informazioni in conoscenza, necessita di un salto di qualità piuttosto che di quantità, al fine evitare, in un contesto di opulenza informativa, fenomeni di “*information overloading*”, ovvero di sovraccarico cognitivo che non consente una rappresentazione sistematica e organica dei fenomeni (Rutigliano, 2020). Le metriche in questione devono rispondere a un vincolo di appropriatezza rispetto alle indicazioni fornite e alla natura dei potenziali soggetti fruitori (Amaduzzi e Paolone, 1986). L’impresa si trova dunque a:

- definire obiettivi sostenibili per gli *stakeholder* coerenti con il principio di materialità (*engagement*), ovvero alla significatività della propria esposizione verso le tematiche e ai connessi rischi ESG, tenendo conto della peculiarità del proprio *business model*, dell’ambiente operativo e del proprio profilo di rischio;
- implementare gli obiettivi sopra delineati, per il tramite di metriche e metodologie appropriate alla complessità della singola impresa, facendo leva anche sul crescente grado di innovazione tecnologica;
- comunicare i risultati raggiunti rispetto agli obiettivi individuati, nonché le azioni che si rendono necessarie per colmare eventuali scostamenti con i desiderata, in modo trasparente e oggettivo (*disclosure*).

Tuttavia, si rileva che, contrariamente a quanto avviene per le informazioni di natura finanziaria, formalizzate all’interno di costrutti contabili (principi nazionali e internazionali) e indicatori sintetici condivisi, la rappresentazione di informazioni non finanziarie non presenta ancora degli *standard* consolidati a livello internazionale (Landi, 2020). Il processo di convergenza su metriche condivise è ancora in via di

definizione con una molteplicità di *standard* elaborati da diversi organismi internazionali. Tale eterogeneità, unitamente ai dati effettivamente disponibili, ha determinato un considerevole grado di divergenza nella valutazione delle *performance* ESG delle imprese, che può minare lo stesso scopo della rendicontazione sostenibile e potenzialmente la stabilità dei mercati finanziari (Delmas *et al.*, 2013; Chatterji *et al.*, 2016; Billio *et al.*, 2020).

Al riguardo, si evidenzia che a livello internazionale, l'esigenza di trovare una convergenza e comparabilità di indicatori universalmente riconosciuti ha trovato un punto di sintesi nel documento "Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation" rilasciato dalle società di consulenza Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers (c.d. "Big Four") su mandato del World Economic Forum. In tale documento, suddiviso in quattro pilastri principali in conformità agli SDGs ("Principles of Governance, Planet, People e Prosperity") vengono definite 21 metriche comuni principali (i.e., indicatori che non richiedono uno sforzo computazionale eccessivo per le imprese) e 34 metriche secondarie (i.e., indicatori maggiormente sofisticati che richiedono uno sforzo computazionale maggiore di quelli principali e che abbracciano l'intera catena del valore), alla redazione di un sistema globale di *reporting* di sostenibilità condiviso a livello internazionale che integri una convergenza e comparabilità tra gli stessi (WEF, 2020). Le metriche in questione, benché non sostituiscano gli indicatori comunemente utilizzati nei diversi settori, sono stati elaborati con la finalità di formalizzare un sistema di rendicontazione universale e trasversale. Le imprese sono dunque incoraggiate a utilizzare e rendicontare le risultanze dell'utilizzo di tali indicatori secondo un principio di materialità, ovvero secondo un approccio c.d. "*disclose or explain*".

Nella figura che segue si rappresentano le principali metriche di rendicontazione formalizzate in tale documento suddiviso per i quattro pilastri *governance*, *planet*, *people* e *prosperity*.

Figura 3 – Metriche di rendicontazione

Macroarea	Area tematica	Metriche e disclosure	Fonte
Governance	Governing Purpose	<u>Definizione della <i>purpose</i>.</u> Dichiarazione della <i>purpose</i> dell'impresa, quale mezzo attraverso il quale proporre soluzioni economiche, questioni ambientali e sociali e creare valore per tutti gli <i>stakeholder</i> .	GRI 102-26
	Qualità <i>management</i>	<u>Composizione dell'organo di governo</u> Composizione dell'organo di governo e dei suoi comitati in termini di (i) competenze relative a aspetti economici, ambientali e sociali, (ii) membri esecutivi o non esecutivi, (iii) indipendenza, (iv) mandati e deleghe e (v) genere.	GRI 102-22, GRI 405-1a
	Coinvolgimento <i>stakeholder</i>	<u>Tematiche materiali con impatto sugli <i>stakeholder</i></u> Elenco degli argomenti rilevanti per i principali <i>stakeholder</i> e per l'impresa, nonché della metodologia di identificazione e coinvolgimento degli stessi.	GRI 102-21, GRI 102-43, GRI 102-47
	Comportamento etico	<u>Anti corruzione</u> <ul style="list-style-type: none"> Percentuale totale di membri dell'organo di governo, dipendenti e <i>partner</i> commerciali che hanno ricevuto una formazione su politiche e procedure anticorruzione, nonché (i) numero e natura degli episodi di corruzione rilevati nel corso dell'anno in corso e (ii) numero e natura degli episodi di corruzione confermati nel corso dell'anno in corso. Discussione delle iniziative e coinvolgimento degli <i>stakeholder</i> per migliorare gli strumenti anti-corruzione. <u>Consulenza etica protetta e meccanismi di segnalazione</u> Descrizione delle procedure organizzative volte a (i) richiedere consigli su un comportamento etico e lecito e integrità organizzativa; e (ii) segnalare di dubbi su comportamenti non etici o illeciti e mancanza di integrità organizzativa.	GRI 205-2, GRI 205-3, GRI 102-17
	Rischi e opportunità	<u>Integrare rischi e opportunità nei processi aziendali</u> Informazione in merito ai fattori di rischio (opportunità) dell'impresa, la propensione a tali rischi, l'evoluzione di tali rischi e le risposte dell'impresa a tali elementi. Tali analisi dovrebbero focalizzarsi su questioni economiche, ambientali e sociali.	GRI 102-15
Planet	Cambiamento climatico	<u>Emissioni di gas serra (GHG)</u> Per tutti i gas serra rilevanti, occorre riportare in tonnellate metriche le emissioni di anidride carbonica equivalente e stimare, ove rilevante, le emissioni di gas serra a monte e a valle del processo produttivo. <u>Implementazione della TCFD</u> Attuazione delle raccomandazioni della TCFD (se necessario, indicare la tempistica di piena attuazione di tali raccomandazioni in un orizzonte temporale non superiore a 3 anni) e dichiarazione che l'impresa abbia impostato degli obiettivi di emissione di gas serra allineati all'Accordo di Parigi.	GRI 305-1, GRI 305-3
People	Dignità ed eguaglianza	<u>Diversità e inclusione (%)</u> Percentuale di dipendenti per categoria, età, genere e altri indicatori definiti dall'impresa. <u>Parità salariale (%)</u> Rapporto salariale dei gruppi individuati nel punto che precede. <u>Livello salariale (%)</u> <ul style="list-style-type: none"> Rapporto salariale per genere tra retribuzione ricevuta e retribuzione minima del territorio di riferimento. Rapporto tra la retribuzione totale annua dell'amministratore delegato e la mediana della retribuzione totale annua di tutti i dipendenti. 	GRI 405-1b, GRI 405-2, GRI 202-1, GRI 408-1b, GRI 409-1

Macroarea	Area tematica	Metriche e <i>disclosure</i>	Fonte
		<u>Salute e sicurezza (%)</u>	
	Salute e benessere	<ul style="list-style-type: none"> Il numero e il tasso di decessi a seguito di infortuni sul lavoro e infortuni sul lavoro ad alto rischio (esclusi i decessi); principali tipologie di infortuni sul lavoro. <i>Disclosure</i> in merito a come l'impresa faciliti l'accesso del personale dipendente ai servizi medici e sanitari. 	GRI 403-9a, GRI 403-9b, GRI 403-6a,
		<u>Formazione erogata</u>	
	Formazione	<ul style="list-style-type: none"> Ore medie di formazione pro-capite che i dipendenti dell'organizzazione hanno svolto nel periodo di riferimento, suddivise per genere e categoria di dipendente. Spesa media di formazione e sviluppo per dipendente a tempo pieno. 	GRI 404-1
		<u>Numero assoluto e tasso di occupazione</u>	
		<ul style="list-style-type: none"> Numero totale e tasso di assunzione del personale dipendente assunto durante il periodo di riferimento per fascia di età, sesso e altri indicatori rilevanti individuati dall'impresa. Numero totale e tasso di <i>turnover</i> dei dipendenti durante il periodo di riferimento per fascia di età, sesso e altri indicatori rilevanti individuati dall'impresa. 	
		<u>Contributo economico</u>	
Prosperity	Occupazione e ricchezza	<ul style="list-style-type: none"> Valore economico generato e distribuito, per competenza, per le singole operazioni poste in essere dall'impresa, idealmente suddivise per (i) ricavi, (ii) costi operativi, (iii) costo del personale, (iv) pagamenti a soggetti finanziatori, (v) pagamenti a governi e (vi) investimenti destinati ai territori e alle comunità di riferimento. Eventuali incentivi e sussidi governativi durante il periodo di riferimento. 	GRI 401-1a, GRI 401-1b, GRI 201-1, GRI 201-4
		<u>Contributo all'investimento finanziario</u>	
		Descrizione e ammontare (i) degli investimenti in conto capitale, al netto dei relativi ammortamenti e (ii) dei dividendi distribuiti e delle operazioni di <i>buy-back</i> deliberate.	
	Innovazione	<u>Investimenti in ricerca e sviluppo</u> Ammontare degli investimenti in ricerca e sviluppo.	US GAAP ASC 730
		<u>Imposte</u>	
	Comunità	Ammontare degli oneri tributari a carico della società ed eventualmente delle società del gruppo di appartenenza, con analitica descrizione della natura di tali imposte.	GRI 201-1

Fonte: adattato da WEF (2020)

Gli indici vengono determinati anche quale rapporto fra grandezze economico-finanziarie e grandezze afferenti alla sostenibilità, così da esprimere relazioni significative utili per l'analisi della situazione attuale dell'impresa. In particolare tale tecnica viene declinata secondo le seguenti tre direttrici:

- costruzione degli indici in un sistema di quozienti che esprime le relazioni logico-matematiche che si instaurano tra i diversi indicatori;
- lettura intertemporale che andrà a determinare una linea di tendenza che partendo dal passato si proietta nel futuro;
- lettura spaziale che andrà a determinare un confronto tra l'impresa e il settore di appartenenza o specifiche imprese (*competitor*) (Ferrarese, 1996).

La definizione di metriche consente altresì di considerare tali aspetti nell'ambito del controllo di direzione, ovvero (i) nella determinazione di obiettivi, (ii) nella

rilevazione periodica di risultati, (iii) nell'analisi causale degli scostamenti e (iv) negli interventi correttivi. Quest'ultimi possono avere ad oggetto interventi volti a riportare l'attività in linea con la programmazione, tenendo fermi gli obiettivi prefissati, o, di converso, riadeguare gli obiettivi alle condizioni interne ed esterne alla gestione (Sciarelli, 2004). In sintesi, per il tramite di meccanismi azione e retroazione, riportare il sistema in equilibrio.

Le metriche possono essere elaborate tanto dall'impresa quanto da soggetti terzi indipendenti che valutano le *performance* sostenibili sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili e non (agenzie di *rating*). La finalità di tali soggetti è appunto quella di incrementare la trasparenza del mercato, ovvero per il tramite di una profondità di analisi delle condotte dell'impresa, ridurre le asimmetrie informative e incrementare l'efficienza del mercato.

La definizione di codici o metriche può avere diverse finalità, ovvero può essere utilizzata per (i) capire e valutare la *performance* dell'impresa analizzata, (ii) individuare i correttivi da apportare per migliorare la *performance*, (iii) completare le informazioni da trasferire ai diversi pubblici e (iv) verificare la coerenza spaziale e temporale della *performance* dell'impresa.

Appare evidente che a ciascuna finalità è riconducibile a uno o più soggetti diversi, in quanto (i) il *management* utilizza le informazioni per comprendere il raggiungimento degli obiettivi prefissati e i correttivi da apportare, (ii) gli investitori per comprendere la composizione del portafoglio in base a logiche di rischio-rendimento, (iii) gli istituti finanziari per comprendere la capacità dell'impresa di rimborsare i debiti finanziari in essere e (iv) gli altri *stakeholder* per apprezzare la capacità dell'impresa di rispondere alle istanze e ai fabbisogni nell'ambito dei codici valoriali condivisi a livello di rete (Pisoni e Devalle, 2016).

In tal senso, le metriche esposte rappresentano dei “segnali” o “punti di riflessione” che occorre comunque interpretare in una globalità della *performance* complessiva d'impresa. Il giudizio che se ne trae deve tuttavia essere duplice, ovvero spaziale, inteso rispetto a un *benchmark* di riferimento (rispetto a un campione e/o un settore), e temporale, inteso rispetto al *trend* migliorativo o peggiorativo degli indicatori osservati e del fenomeno nel suo complesso (Pisoni e Devalle, 2016).

1.6 Rating ESG

La pervasività che la sostenibilità ha gradualmente assunto nell'attività d'impresa è da inquadrarsi anche come risultate del crescente interesse da parte degli operatori del mercato finanziario circa le tematiche in oggetto, al fine di incrementare il grado di efficienza del processo di allocazione del capitale, ovvero assumendo strategie di investimento di lungo termine che considerino i fattori ESG e i connessi rischi nelle scelte di portafoglio (Hebb, 2011). Tale interesse ha dato luogo al progressivo ampliamento della *disclosure* economico-finanziaria delle imprese con elementi quali-quantitativi di natura non finanziaria e alla diffusione di giudizi di *rating* ESG rilasciati da operatori qualificati indipendenti, che valorizzano il profilo di sostenibilità di una

determinata impresa, ovvero i potenziali effetti negativi rivenienti dai fattori ESG (Avetisyan e Hockerts, 2017).

Nel merito, se da un lato le *performance* economico-finanziarie e sostenibili possono essere apprezzate per il tramite di indicatori sintetici elaborati dall'impresa stessa, quali quelli elaborati sulla base di differenti *framework* internazionali, dall'altro, il mercato finanziario richiede delle metriche sintetiche condivise e universalmente valide elaborate da soggetti terzi qualificati indipendenti che valorizzino il profilo di sostenibilità di una determinata impresa, ovvero i potenziali effetti negativi rivenienti dai fattori ESG sul profilo di rischio dell'impresa stessa (Landi, 2020).

La crescente attenzione posta da soggetti terzi investitori sulle tematiche in oggetto, e la connessa valorizzazione delle *performance* ESG nell'ambito delle scelte strategiche di portafoglio ha trovato una formalizzazione esplicita nella comunicazione annuale resa da Larry Fink in qualità di CEO di BlackRock Inc.. In tale lettera, si invitano i CEO delle società in cui BlackRock investe per conto dei suoi clienti a declinare delle strategie che creino valore nel lungo termine a beneficio di tutti gli *stakeholder*, ovvero a considerare nell'ambito dell'azione di governo tematiche quali il cambiamento climatico (BlackRock, 2021).

Il fabbisogno informativo degli investitori ha trovato una risposta parziale con la diffusione di *rating* ESG rilasciati da operatori qualificati indipendenti (per esempio, MSCI, Refinitiv, Sustainalytics e S&P Global), che valorizzando il profilo di sostenibilità delle imprese, formulano un giudizio sintetico circa rischi (e opportunità) rivenienti dai temi in oggetto, con l'intento di ridurre l'asimmetria informativa e incrementare l'efficienza del mercato (Escrig-Olmedo *et al.*, 2019; Utz, 2019; Landi, 2020). In altri termini, i *rating* ESG possono essere definiti come “*an opinion regarding an entity, issuer, or debt security's impact on or exposure to ESG factors, alignment with international climatic agreements or sustainability characteristics issued using a defined ranking system of rating categories*” (ESMA, 2021, pag. 2) ovvero come “*opinions and assessments about how well a company manages to balance ESG issues. It measures companies' ability to benefit from opportunities and manage risks in the mid- to long-term*” (Landi e Tomo, 2017, pag. 164).

In particolare, il processo di attribuzione di tale giudizio sintetico si compone, in ordine, di (i) una valutazione degli impatti circa l'operare dell'impresa in merito alle singole componenti E, S e G, (ii) l'aggregazione quali-quantitativa della valutazione effettuata per le singole componenti in un indicatore sintetico c.d. “*ESG score*” tramite l'utilizzo di coefficienti di ponderazione applicati in base all'importanza relativa di ciascun fattore nell'attività d'impresa (i.e., media ponderata delle singole componenti E, S e G) e (iii) la valorizzazione di ulteriori elementi quali rischi reputazionali e contenziosi. Il *rating* ESG così determinato rappresenta un indicatore sintetico relativo per settore di appartenenza, che valorizza la condotta sostenibile di una determinata impresa all'interno del settore in cui la stessa si colloca (Scopelliti, 2021).

Sul punto, si osserva la differenza intercorrente tra i *rating* ESG e i *rating* di

credito, in quanto, i primi, rappresentano un giudizio sintetico della dimensione sostenibile dell'impresa valutata, mentre i secondi, tendono a valorizzare tale dimensione nell'ambito dei processi sottostanti all'apprezzamento del merito creditizio dell'impresa (i.e., analisi attuale e prospettica del settore, analisi della posizione competitiva, analisi della situazione economico-finanziaria, analisi della *debt capacity* e analisi di sensitività ai fattori di rischio critici) esclusivamente quando ritenuta materiale (Cash, 2021; Resti e Sironi, 2021). In tale ultimo caso, il *rating* ESG, quale giudizio sintetico che consente di avere una maggiore e più profonda comprensione della sostenibilità di una impresa, non sostituisce il *rating* creditizio, ma bensì è complementare allo stesso, in quanto consente di ampliare le informazioni disponibili alla base dei processi decisionali dei fruitori. Al riguardo, la letteratura accademica evidenzia la relazione positiva del *rating* ESG sul *rating* creditizio, in quanto le imprese che presentano una *performance* di sostenibilità positiva registrano anche un miglioramento del *rating* creditizio e, dunque, condizioni contrattuali potenzialmente migliori (Weber *et al.*, 2010; Weber, 2012; Attig *et al.*, 2013; Devalle *et al.*, 2017).

Si sottolinea, dunque, come il *rating* ESG e la conseguente lettura debbano essere apprezzate non in una visione bianco o nero (sostenibile o non sostenibile) ma bensì con una scala di grigi che consideri i potenziali effetti futuri delle iniziative economiche dell'impresa. In tal senso, la relazione tra *rating* ESG e *rating* di credito si connota per dinamicità e reciprocità, in quanto il sostegno finanziario attuale per la realizzazione di progetti di transizione sostenibile dovrà trovare un riscontro positivo nei *rating* ESG futuri.

La metodologia di attribuzione di un *rating* di sostenibilità richiede l'utilizzo di informazioni, che possono essere:

- pubbliche: provenire direttamente dall'informativa al mercato dell'impresa sottoposta a giudizio, ovvero, ad esempio, bilanci d'esercizio e relazioni semestrali;
- confidenziali: provenire direttamente da una interlocuzione confidenziale tra soggetto valutatore e valutato, per il tramite di interviste e/o questionari predisposti dall'agenzia di *rating*;
- miste: quale combinazione delle due fattispecie sopra rappresentate (Scopelliti, 2021).

Stante quanto rappresentato, il giudizio di *rating* deve essere facilmente utilizzabile, immediatamente disponibile, fruibile per le finalità di valutazione e monitoraggio, sottoposto a regolare e periodi revisione e proporzionato e differenziato metodologicamente rispetto alla tipologia di soggetto valutato (i.e., impresa di grandi dimensioni, PMI, impresa quotata o non quotata).

Tuttavia, benché siano in corso concreti sforzi da parte di organismi internazionali e comunitari per realizzare una convergenza metodologica circa la rendicontazione non finanziaria, attualmente le agenzie di *rating* utilizzano differenti fonti informative, metodologie, dati e ponderazioni, formulando dunque apprezzamenti profondamente

eterogenei, talvolta anche opposti, circa la medesima impresa (Gibson *et al.*, 2019; Billio *et al.*, 2020; Commissione Europea, 2020; Cornell e Damodaran, 2020; Berg *et al.*, 2021b; ESMA, 2021). In aggiunta, in talune circostanze, la medesima agenzia ha provveduto ad aggiornare la metodologia di apprezzamento dei fenomeni con differenze anche considerevoli tra valutazione *ex ante* ed *ex post* (Berg *et al.*, 2021b).

L'eterogeneità metodologica sottostante a tali giudizi, contribuiscono a incrementare la nebulosità dei fenomeni, con rappresentazioni potenzialmente in grado di minare l'efficienza del mercato finanziario (Entine, 2003; Billio *et al.*, 2020). In particolare, tale eterogeneità di giudizio si evince dalla correlazione tra i principali giudizi di *rating* di sostenibilità, che risulta essere, contrariamente a quanto avviene per i *rating* di credito, molto contenuta (Berg *et al.*, 2021a).

La letteratura accademica ha evidenziato che la discrasia metodologica è da ricondursi, in via principale, al combinato effetto di (i) un quadro teorico non universalmente condiviso, (ii) una eterogeneità metodologica di apprezzamento dei fenomeni osservati (Chatterji *et al.*, 2016; Billio *et al.*, 2020) e (iii) differenti strategie di diversificazione e fattori culturali (Escrig-Olmedo *et al.*, 2019).

Quanto al primo elemento, si è già avuto modo di osservare che il contesto normativo di riferimento è caratterizzato da una nebulosità normativa riconducibile, in via principale, a (i) una definizione ESG non condivisa, (ii) una opacità degli elementi sottostanti a tali fattori ESG e (iii) una mancanza di *reporting standard* universalmente validi e riconosciuti (Billio *et al.*, 2020; Berg *et al.*, 2021b).

Quanto al secondo elemento, l'eterogeneità metodologica è riconducibile al combinato effetto di una definizione di materialità non condivisa e una eterogenea valutazione, aggregazione e ponderazione dei dati sottostanti al giudizio complessivo. Elementi, talaltro, acuiti, in determinati frangenti, da una scarsa trasparenza.

Una definizione non condivisa di materialità tra le diverse agenzie (inteso quale impatto specifico che i singoli fattori ESG hanno su una determinata impresa alla luce delle caratteristiche del settore di riferimento e del *business model* adottato), determina delle ponderazioni differenti in base alla relativa interpretazione di materialità. Alcune agenzie sono solite effettuare altresì degli aggiustamenti in merito al settore di appartenenza, in quanto la materialità di un determinato aspetto ESG è propria anche del settore di appartenenza (Khan *et al.*, 2016; Billio *et al.*, 2020). Tuttavia, poche agenzie effettuano una *disclosure* trasparente sul processo di aggregazione e ponderazione dei dati sottostanti alla formulazione del giudizio (Billio *et al.*, 2020; Berg *et al.*, 2021b).

Figura 4 – Confronto tra diverse metodologie di calcolo ESG

Agenzia	MSCI	Refinitiv	Sustainalytics	Bloomberg	FTSE Russell
Rating score	CCC-AAA	(D-)-(A+) e 0-100	0-100	0-100	0-5
Data costituzione	1990	2002	1992	2008	2001
Sede sociale	New York (USA)	Toronto (CAN)	Amsterdam (NL)	New York (USA)	Londra (UK)
Fonti informative	<i>Disclosure aziendale, media e news, dataset specializzati</i>	Siti <i>web</i> aziendali, <i>report</i> aziendali, Siti <i>web</i> terzi, <i>media e news</i> , altre fonti	<i>Public disclosure, media e news, report</i> terzi	<i>Report</i> aziendali, informazioni pubblicamente disponibili, contatto diretto con l'azienda	Informazioni pubblicamente disponibili, contatto diretto con l'azienda, altre fonti
Numero criteri valorizzati	37	178	155	120	300
Principali aree di rischio ESG presidiate	<ul style="list-style-type: none"> • E: cambiamento climatico, risorse naturali, inquinamento e gestione dei rifiuti, opportunità ambientali; • S: responsabilità del prodotto, istanze dei lavoratori, opportunità sociali; • G: comportamento dell'impresa, <i>corporate governance</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • E: utilizzo delle risorse, emissioni, innovazione; • S: forza lavoro, diritti umani, comunità, responsabilità dei prodotti; • G: <i>management, shareholder, strategia CSR</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fattori inerenti al settore di riferimento: diversi a seconda del settore di riferimento dell'impresa oggetto di valutazione. 	<ul style="list-style-type: none"> • E: emissioni carboniche, cambiamento climatico, inquinamento, smaltimento dei rifiuti, energia rinnovabile, esaurimento delle risorse; • S: <i>supply chain</i>, contributi pubblici, discriminazione, diversità, relazioni con la comunità, diritti umani; • G: voto cumulato, remunerazione, diritti degli azionisti, difesa manovre anti-scalata, amministratori indipendenti. 	<ul style="list-style-type: none"> • E: biodiversità, cambiamento climatico, inquinamento e risorse, <i>supply chain</i>; • S: condizioni di lavoro, diritti umani e comunità, salute e sicurezza, responsabilità del cliente, <i>supply chain</i>; • G: trasparenza fiscale, <i>risk management, corporate governance</i>, anti-corruzione.
Materialità e ponderazione	Analisi di materialità su rischi e opportunità per sub-settori.	Ponderazione differente in base al settore di riferimento.	Definizione di materialità per sub-settori di riferimento e valutazione dei potenziali impatti futuri.	Basato sui principi di rendicontazione internazionali (per esempio, GRI).	I <i>rating</i> vengono calcolati utilizzando la media ponderata dell'esposizione. La metodologia è allineata agli SDGs.

Fonte: adattato da Billio *et al.* (2020).

Gli effetti di tali divergenze producono conseguenze sul processo di formulazione del processo decisionale dei fruitori, ovvero, gli operatori finanziari (investitori, istituti di credito), nella scelta di composizione del proprio portafoglio e, dunque, nelle

politiche di diversificazione del rischio, e le imprese, nelle declinazioni strategiche da adottare.

La condivisione di un quadro teorico e metodologico rappresenta un elemento sostanziale per giungere a elaborazioni valide e comparabili a livello di sistema e, al contempo, consentire ai fruitori di apprezzare con ragionevole certezza il nesso causale di azione-reazione tra condotta sostenibile e giudizio di *rating*.

In sintesi, si evidenzia la mancanza di un quadro condiviso in termini teorici e metodologici, con il risultato che la valorizzazione della reale *performance* sostenibile di un'impresa è un processo complesso che richiede al contempo un approfondimento considerevole da parte del fruitore di tali giudizi.

Il tema della discrasia metodologica è stata posta anche dall'ESMA (rilevato successivamente anche dalla CONSOB (2021b), che con la comunicazione del 28 gennaio 2021 indirizzata alla Commissione Europea, ha evidenziato la necessità di affrontare “*the unregulated and unsupervised nature of the market for “ESG” ratings and ESG assessment tools and the need to match the growth in demand for these products with appropriate regulatory requirements to ensure their quality and reliability*” (ESMA, 2021, pag. 1). In particolare, l'ESMA osserva che la crescente domanda di *rating* ESG dovrebbe essere correlata alla sussistenza di idonee garanzie circa la solidità delle informazioni sottostanti agli stessi, al fine scongiurare effetti distorti (per esempio, rischi di *greenwashing* e inefficiente allocazione del capitale).

Le considerazioni poc'anzi rappresentate, circa la trasparenza delle metodologie e dei criteri utilizzati e la eterogeneità dei giudizi, portano a guardare con favore all'introduzione di un sistema europeo di regolamentazione e vigilanza, che consenta di formalizzare le differenti tipologie di valutazione sul mercato (per esempio, metodologie e ipotesi verificabili e meccanismi di valutazione con indicatori standardizzati), prevenendo dunque possibili fenomeni di sfiducia da parte degli investitori con il seguente venir meno di risorse destinate alla sostenibilità (Scopelliti, 2021). Sul punto, le diverse autorità europee (ESMA, Commissione Europea) e nazionali (Autorité des Marchés Financiers – Francia, Autoriteit Financiële Markten – Olanda) auspicano a vario titolo l'introduzione, come avvenuto in materia di *rating* creditizio, di un sistema di regolamentazione e vigilanza che formalizzi dei requisiti di trasparenza in materia di metodologie, requisiti organizzativi e operativi (AMF e AFM, 2020; ESMA, 2021).

In conclusione, considerato che il concetto di sostenibilità e la relativa formalizzazione in metriche di misurazione è relativamente recente e che le impostazioni metodologiche di apprezzamento della stessa si caratterizzano per un elevato grado di eterogeneità, il *rating* ESG potrebbe essere inteso, in attesa dell'introduzione di un sistema di regolamentazione e vigilanza consolidato, come uno strumento di calibrazione del complessivo *rating* di credito. Ne emerge tuttavia un fatto, ovvero, benché i *rating* ESG presentino le limitazioni metodologiche poc'anzi evidenziate, gli stessi hanno il pregio di aver stimolato gli intermediari, prima, e le imprese, poi, ad avviare un processo di formulazione e implementazione di una

strategia sostenibile responsiva, sollecitando un primo impulso di un processo di propagazione culturale che richiede l'ampliamento del campo visivo e di azione.

1.7 Relazione tra ESG e *performance* economico-finanziarie

L'essenza dell'impresa risiede nell'impiego di un capitale al fine di conseguire una differenza tra ricavi e costi attraverso la ricerca di una massima convenienza – prezzi di vendita atti a coprire i costi unitari di produzione, consentendo un margine congruo per la remunerazione del capitale investito nelle attività produttive (Zappa, 1962) – nella soddisfazione dei bisogni del cliente, tenute presenti le esigenze connesse allo svolgimento dell'attività di produzione. La soddisfazione dei bisogni degli individui è dunque strumentale alla produzione del reddito e, allo stesso tempo, la misura con cui l'impresa contribuisce a tale soddisfazione è dipendente dalla produzione del reddito stesso. Al riguardo, si osserva che *“se la produzione d'impresa non perseguisse l'ottenimento di un reddito, essa non potrebbe contribuire, sia pure indirettamente, mediante i consumi, all'appagamento dei bisogni presenti, o, mediante il risparmio, al soddisfacimento dei bisogni futuri”* (Zappa, 1956, pag. 706).

Ciò posto, richiamando le considerazioni già sviluppate in precedenza, la sostenibilità richiede delle valutazioni di costi-benefici di medio-lungo termine, in quanto, a fronte di un impegno ingente richiesto dal connubio di impulsi sociali e normativi, l'impresa deve trovare una giustificazione in termini di benefici. Questi ultimi, a loro volta, fondamentali per alimentare il processo di soddisfazione delle istanze promosse dai diversi pubblici.

Sotto tali premesse, una recente e copiosa fioritura di studi e indagini ha riguardato gli effetti conseguenti all'implementazione o meno dei principi di sostenibilità a diversi livelli gerarchici nell'impresa. Tra questi, la letteratura accademica, come verrà dinnanzi analiticamente rappresentato nel Capitolo III del presente elaborato, si è ampiamente interrogata circa la relazione intercorrente tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie, giungendo a risultati tutt'altro che definitivi e consolidati.

Se da un lato, la maggioranza di tali studi, benché eterogenei circa il perimetro delle analisi condotte, rileva la sussistenza di una relazione positiva tra la crescente adozione di pratiche di sostenibilità e la *disclosure* economico-finanziaria resa dall'impresa al mercato, dall'altro, l'indagine delle relazioni tra sostenibilità e *performance* economico-finanziarie non presenta conclusioni convergenti, con analisi che evidenziano una eterogeneità di risultati, essendo tale relazione talvolta positiva, talaltra negativa e talaltra ancora mista.

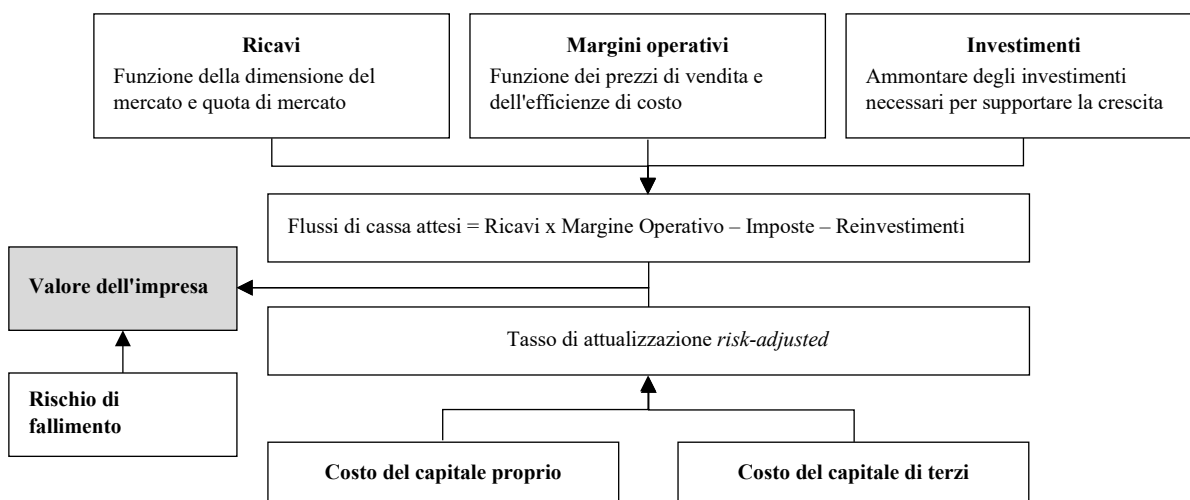
Sebbene vi sia dunque un consenso condiviso sul fatto che le pratiche ESG abbiano un effetto positivo sulla società, si evidenzia come i vari contributi e le linee di ricerca sono tuttora in divenire. Sul punto, occorre altresì ricordare che la magmaticità normativa e metodologica che caratterizza l'apprezzamento quali-quantitativo della sostenibilità, rende l'indagine dei connessi fenomeni tutt'altro che agevole.

Riprendendo quanto già rappresentato in merito alla teoria di creazione-diffusione del valore, che individua quale obiettivo razionale e misurabile dell'impresa la massimizzazione del valore economico di tutti i partecipanti (Guatri, 1991; Sciarelli, 1997), occorre soffermarsi sugli effetti conseguenti all'adozione dei principi di sostenibilità nell'ambito del processo di creazione del valore.

In particolare, considerando quale obiettivo primario della gestione l'incremento del valore attuale netto dell'impresa, il valore creato dipendente dalla dimensione dei flussi monetari (o reddituali) attualizzati a un determinato tasso di attualizzazione, e dunque, anche, dal profilo temporale e di rischio di tali flussi (Colombi, 2003, pag. 23). Ciò detto, il valore creato da un'impresa dipende dai seguenti elementi principali:

- crescita dei ricavi, intesa quale capacità di incrementare le quantità vendute per il tramite di una crescita del mercato di riferimento e/o delle quote di mercato;
- profittabilità, quale rapporto tra il risultato operativo al netto degli oneri fiscali e i ricavi;
- investimenti, quale ammontare necessario per alimentare il processo di crescita dei ricavi;
- rischio, a sua volta scomponibile in (i) rischio operativo, catturato dal costo del capitale, che misura l'incertezza circa i ricavi e i profitti operativi attesi e (ii) rischio di fallimento, quale rischio inerente al venir meno dei requisiti di continuità aziendale. Un incremento del rischio – di una o entrambe le sue componenti elementari – determina un decremento del valore dell'impresa (Cornell e Damodaran, 2020).

Figura 5 – Driver del valore



Fonte: adattato da Cornell e Damodaran (2020)

Come anticipato, la letteratura accademica non è concorde nel definire in modo unanime gli effetti causali delle pratiche di sostenibilità sul valore dell'impresa e sulle singole leve sottese.

Alla luce della premessa appena formulata, Cornell e Damodaran (2020) delineano tre scenari possibili a seconda della relazione intercorrente tra condotte sostenibili e valore dell'impresa, ovvero lo scenario virtuoso, lo scenario punitivo e lo scenario negativo.

Riguardo allo scenario virtuoso, l'implementazione della sostenibilità nelle strategie dell'impresa determina un vantaggio competitivo (Porter e Van Der Linde, 1995; Porter e Kramer, 2011) che promuove la creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine (Miralles-Quiròs *et al.*, 2018). Le imprese beneficiano della condotta sostenibile nelle seguenti dimensioni, ovvero:

- clienti, in quanto attratti dalle *performance* di sostenibilità dell'impresa favoriscono nelle scelte di acquisto i beni con caratteristiche sostenibili prodotti dell'impresa rispetto a quelli dei *competitor*, con un conseguente incremento delle quantità vendute;
- margini, in quanto benché registrino un decremento nel breve termine per effetto di un incremento dei costi operativi volti a rispondere alle crescenti esigenze della domanda, la struttura dei costi dell'impresa si aggiusta consentendo alla stessa di ottenere, a parità di un incremento dei ricavi, margini maggiori nel medio-lungo termine;
- investimenti, in quanto l'incremento dei margini di cui sopra determina una maggiore disponibilità di risorse da investire nei processi produttivi.

Gli effetti sopra rappresentati si riflettono altresì sul costo del capitale proprio, in quanto gli investitori potrebbero essere incentivati a orientare le proprie risorse verso imprese virtuose in quanto percepite come meno rischiose (per esempio, minore probabilità di sanzioni e cause legali), e sul costo del capitale di debito, in quanto gli istituti di credito potrebbero valutare positivamente la propensione alla sostenibilità dell'impresa con riflessi sulla probabilità di *default*.

Ne deriva che l'implementazione di buone pratiche di sostenibilità (*performance* ESG) ha quale effetto un migliore accesso al mercato dei capitali (Cheng *et al.*, 2014), un costo del capitale inferiore (El Ghouli *et al.*, 2011; Goss e Roberts, 2011; Dhaliwal *et al.*, 2012; Witold e McGlinch, 2019), incremento della domanda di prodotti e/o servizi e una riduzione dell'elasticità della domanda (Dorfman e Steiner, 1954; Milgrom e Roberts, 1986; Gangi *et al.*, 2019), con una conseguente una maggiore competitività dell'impresa rispetto ai concorrenti (Porter e Van Der Linde, 1995; Galbreath, 2013; Wu e Shen, 2013; Bocken *et al.*, 2014; Boccuzzi, 2021), un incremento delle *performance* economico-finanziarie (Cornett *et al.*, 2016) e, in ultimo, dei dividendi potenzialmente maggiori.

In conclusione, nello scenario virtuoso la sostenibilità, e i connessi effetti sul consenso dell'impresa nella rete, è un bene intangibile (di medio-lungo termine) che viene valorizzato e apprezzato dal mercato (Marsat e Williams, 2014; Edmans, 2022). L'adozione di buone pratiche di sostenibilità e l'istaurazione di relazioni proficue con i propri *stakeholder* da parte dell'impresa può dunque determinare un incremento della

fedeltà della clientela e della flessibilità operativa, nonché attenuare l'insorgenza di eventuali rischi legali e reputazionali (Nguyen *et al.*, 2020).

Nello scenario punitivo, la relazione tra sostenibilità e creazione di valore è di natura asimmetrica in quanto, se da un lato, l'adozione di pratiche virtuose non viene premiata dal mercato, dall'altro, la mancata implementazione delle stesse determina un meccanismo sanzionatorio (Margolis *et al.*, 2009). In quest'ultima circostanza, anche se l'impresa non sostenibile applica dei prezzi di vendita inferiori all'impresa sostenibile, i consumatori rifiutano di acquistarne i prodotti e/o servizi, con conseguenti effetti negativi in termini di profittabilità nel medio-lungo termine. Contestualmente, le imprese non sostenibili vengono percepite dal mercato dei capitali come maggiormente rischiose rispetto a quelle sostenibili, con riflessi sul costo del capitale proprio e sul costo del capitale di terzi.

Rispetto al caso precedentemente illustrato, nel presente scenario le imprese vengono dunque "indotte" ad aderire ai principi di sostenibilità per non essere sanzionate dagli *stakeholder* (Cornell e Damodaran, 2020) e, in ultima istanza, veder compromessa la propria vitalità.

Nello scenario negativo l'investimento avente ad oggetto l'implementazione di pratiche di sostenibilità determina un incremento dei costi non ricompensato dal mercato, con una conseguente perdita di competitività rispetto ai *competitor* e, dunque, con un valore economico inferiore (Miralles-Quiròs *et al.*, 2018). Contrariamente a quanto esposto nei precedenti casi, nel presente scenario le imprese vengono "ricompensate" per non essere sostenibili, con un valore economico superiore rispetto a quelle "virtuose". Riprendendo dunque le singole dimensioni del valore, si evidenzia che:

- clienti: essendo attratti più dalla convenienza economica dei prodotti che non dalla sostenibilità degli stessi, preferiscono acquistare beni o servizi che presentano un prezzo di vendita inferiore a parità di utilità attesa;
- margini: le imprese che investono in maggiore sostenibilità registrano costi più alti e margini inferiori rispetto alle imprese non sostenibili, in quanto non compensati da un apprezzamento della domanda;
- investimenti: le imprese non sostenibili avendo minori vincoli in termini decisionali di orientamento degli investimenti, investono in processi produttivi maggiormente efficienti.

Ciò posto, gli effetti sopra rappresentati si riflettono altresì positivamente sul costo del capitale proprio, in quanto le imprese non sostenibili registrano risultati economici migliori, e sul costo del capitale di debito, in quanto a maggiori profitti e flussi di cassa viene associata una minore rischiosità creditizia. Il combinato effetto degli elementi appena rappresentati determinerebbe un incremento del valore dell'impresa non sostenibile (Cornell e Damodaran, 2020).

CAPITOLO II – CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

SOMMARIO: 2.1 L’evoluzione della regolamentazione internazionale. – 2.2 Normativa specifica: sintetica ricostruzione del contesto normativo di riferimento. – 2.3 Normativa specifica: sintetica ricostruzione dei *framework* di rendicontazione non finanziaria. – 2.4 Normativa derivata: sintetica ricostruzione della normativa bancaria di riferimento.

2.1 L’evoluzione della regolamentazione internazionale

Ai fini del presente lavoro, dopo aver tratteggiato gli effetti trasversali della sostenibilità nel governo dell’impresa, non può qui omettersi la trattazione – sia pure nelle sue linee generali – dell’attuale contesto normativo afferente alla sostenibilità.

Sul piano metodologico, non vi è dubbio che l’ampiezza delle questioni sottese al tema trattato renda difficilmente circoscrivibile il perimetro del materiale normativo rilevante. La sostenibilità, come già ampiamente argomentato, stimola questioni fortemente intricate, che abbracciano imprese (finanziarie e non), consumatori, investitori, autorità di vigilanza e regolatori, inserendosi in dettami normativi e regolamentari di carattere eterogeneo.

Ciò posto, una sintetica e modesta descrizione si ritiene imprescindibile, nella consapevolezza che l’aumentata complessità della gestione bancaria, nonché la necessità di preservare e adottare strategie idonee a consolidare l’elemento fiduciario della relazione con gli *stakeholder*, è ulteriormente acuita dal maggior peso assunto dalla regolamentazione e della supervisione delle autorità di vigilanza e dalla potenziale vulnerabilità degli istituti a rischi, per così dire, diversi da quelli “tradizionali”.

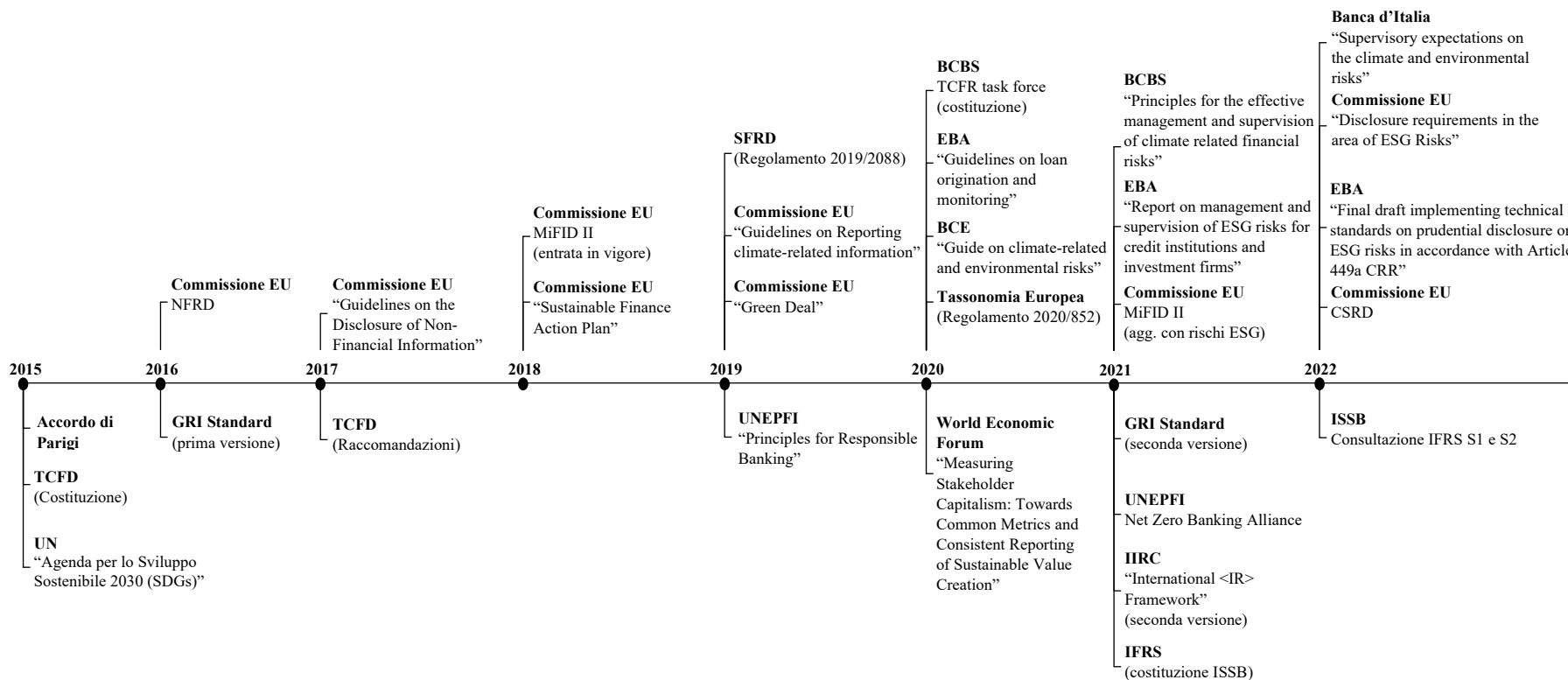
Obiettivo del presente capitolo è dunque illustrare, seppur in maniera concisa, la magmaticità del contesto normativo, articolando la trattazione, per maggiore chiarezza espositiva, nei seguenti livelli:

- normativa specifica: quadro normativo avente ad oggetto gli aspetti definitivi della sostenibilità e la informativa non finanziaria;
- normativa derivata: perimetro di tutte le norme bancarie preesistenti che vengono trasversalmente toccate dalla normativa specifica;
- normativa condizionata: insieme della normativa autoregolamentare interna all’impresa (*policy*, regolamenti e codici) che riflette quanto disciplinato dalla normativa specifica e derivata (La Torre, 2022).

Mentre ai primi due livelli sarà dedicata maggiore attenzione, dell’ultimo sarà tracciato un quadro assai sintetico, richiamando integralmente quanto già argomentato nel primo capitolo del presente lavoro.

Nella pagina che segue, si riporta una cronologia dei provvedimenti normativi che verranno sinteticamente descritti nel prosieguo.

Figura 6 – Cronologia dei provvedimenti normativi di riferimento



Fonte: nostra elaborazione

2.2 Normativa specifica: sintetica ricostruzione del contesto normativo di riferimento

Come anticipato, il contesto normativo in tema di sostenibilità risulta ampiamente frastagliato e caratterizzato da una magmaticità normativa, con interventi stratificatisi nel corso del recente passato da parte di organismi internazionali ed europei.

Quanto agli interventi internazionali aventi natura volontaria, a partire dalla rendicontazione delle imprese a seguito dei primi *framework* della Global Reporting Initiative (GRI) pubblicati nel 1997, si sono succedute diverse modifiche e integrazioni, prima con gli *standard* rilasciati dal Sustainable Accounting Standards Board (SASB) (2018) e successivamente con il *framework* del Climate Disclosure Standards Board (CDSB) (2019).

Un primo tentativo di armonizzazione si è registrato, prima, con gli Sustainable Development Goals (SDGs) disciplinati dall'Agenda per lo Sviluppo Sostenibile 2030 delle Nazioni Unite e, successivamente, con la sottoscrizione dell'Accordo di Parigi da parte di 197 Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici. Nel 2015, il Financial Stability Board (FSB), rispondendo alle istanze rinvenienti da diversi settori circa le informazioni finanziarie relative alle tematiche ambientali e di sostenibilità, ha costituito la Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD), con l'intento di rilasciare delle raccomandazioni volontarie per la rendicontazione finanziaria relativa al clima. Anche il Comitato di Basilea (BCBS) ha costituito nel 2020 la propria *task force*, con un *focus* diretto sui rischi finanziari legati al clima.

Quanto al contesto comunitario, nel 2019 la Commissione Europea ha presentato il c.d. "Green Deal", quale strategia di crescita volta a rispondere alle attuali sfide ambientali per il conseguimento, tramite l'introduzione di incentivi e penalità, di una neutralità carbonica entro il 2050 (Commissione Europea, 2019a).

Disposizioni normative obbligatorie e volontarie, unitamente alle metodologie e agli *standard* sviluppati dalla prassi, sono state implementate con l'intento di rispondere efficacemente alle crescenti istanze degli *stakeholder* (primi su tutti gli investitori).

Tuttavia, la stratificazione non armonizzata di misure internazionali ed europee ha dato luogo a un quadro regolamentare profondamente frastagliato e disomogeneo, nonché a una significativa eterogeneità interpretativa e applicativa; palesando, in determinate circostanze, anche fenomeni distorsivi con potenziali minacce alla stabilità del sistema finanziario.

Ciò posto, i legislatori sovranazionali hanno progressivamente assunto una prospettiva volta ad (i) armonizzare il quadro normativo di riferimento, assicurando, come nel caso dell'Unione Europea, la preservazione di un mercato unico efficiente e privo di frizioni, sulla base del presupposto che fornire un'informativa più trasparente, armonizzata e completa circa la sostenibilità dell'attività di impresa sia un elemento fondamentale per accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori e (ii) attuare delle azioni di mitigazione dei rischi di sostenibilità sul sistema finanziario.

Contestualmente, anche le autorità di vigilanza del settore bancario e finanziario hanno assunto una crescente consapevolezza in merito alle conseguenze inerenti alle trasformazioni economiche, ovvero alle opportunità di *business* e agli annessi rischi derivanti dagli impatti normativi e climatici sul sistema finanziario. In particolare, relativamente ai rischi, in merito (i) al contesto ambientale, circa i rischi fisici diretti derivanti da calamità naturali e rischi di transizione indiretti associati a interventi normativi e a impatti sugli *asset* posti a garanzia, (ii) al contesto sociale, circa i rischi annessi a cause legali e reputazionali e (iii) al contesto *governance*, circa i meccanismi di controllo interno e ai costi di agenzia e di *compliance*.

Le tematiche sopra rappresentate sono state enucleate a livello europeo nel “Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”, pubblicato dalla Commissione Europea in data 8 marzo 2018, che declina in n. 10 azioni, le strategie e le linee di intervento dell’Unione Europea, nonché il cronoprogramma degli obiettivi e delle attività volte a implementare delle misure che supportino una transizione verso un’economia sostenibile, rendendo il sistema finanziario maggiormente resiliente agli eventuali impatti rivenienti da tali tematiche (Commissione Europea, 2018a). Gli elementi principali di tale piano sono i seguenti:

- “*Riorientare i flussi di capitali verso un’economia più sostenibile*”: per il tramite della definizione di una tassonomia condivisa a livello europeo in merito alla quale le attività possano essere definite sostenibili (c.d. “Tassonomia Europea”), con l’intento di agevolare l’afflusso di risorse finanziarie verso investimenti sostenibili e contrastare fenomeni distorsivi quali il *greenwashing*. Tale provvedimento, attuato con il Regolamento UE 2020/852, declina n. 6 obiettivi che un’attività finanziaria deve possedere per essere classificata come sostenibile, definendo al contempo metriche per la sua classificazione (Parlamento Europeo e del Consiglio, 2020);
- “*Integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi*”: per il tramite dell’integrazione delle tematiche di sostenibilità nei giudizi di *rating* e nella ricerca di mercato al fine di favorire l’allocazione dei capitali verso prodotti sostenibili e migliorare il flusso informativo tra emittenti e investitori. In tale ambito, l’ESMA (2019) ha pubblicato dei *technical advice* relativi all’integrazione della finanza sostenibile nella disciplina MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive) sui servizi di investimento e ai *framework UCITS* (Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities) e AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive), volti a integrare maggiormente le tematiche di sostenibilità negli obblighi informativi. In aggiunta, il Regolamento UE 2019/2088 (Sustainable Financial Disclosure Regulation, SFDR) in materia di informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in attuazione dal mese di marzo 2021, ha sancito delle “*norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l’integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli*

effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari” (Parlamento Europeo e del Consiglio, 2019, art. 1);

- “*Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine*”: volto a rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e regolamentazione contabile e promuovere un governo societario sostenibile che attenui la visione a breve termine nei mercati finanziari.

Sulla base di quanto sopra, il legislatore comunitario sta attuando delle iniziative volte a incoraggiare le istituzioni e gli operatori a considerare i fattori di sostenibilità nell’ambito delle proprie strategie, al fine di coglierne le opportunità e comprenderne i relativi rischi (Commissione Europea, 2018a; Commissione Europea, 2019b).

Il ruolo centrale nell’affrontare tali sfide nel prossimo futuro è demandato alla *governance*, che deve guidare l’impresa verso la persecuzione di un successo sostenibile per il tramite di una visione a lungo termine, inteso quale “*obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*” (Comitato per la Corporate Governance, 2020, pag. 4).

In aggiunta a quanto rappresentato, il contesto comunitario si caratterizza per la compresenza di misure prudenziali – riguardanti gli enti creditizi e le imprese di investimento, al fine di integrare i rischi di sostenibilità nel più ampio quadro di gestione dei rischi (i.e., credito, mercato, liquidità e operativi) – e di misure di condotta.

Quest’ultime ricomprendono in via principale:

- Direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive, NFRD): primo testo legislativo europeo emanato in materia di sostenibilità, entrato in vigore nel 2017 (recepita in Italia con il D.lgs. n. 254/2016, che ha introdotto la Dichiarazione Non Finanziaria, DNF), richiede agli enti di interesse pubblico (EIP) di fornire, in via principale, una informativa quali-quantitativa sugli impatti del proprio operato su tali tematiche (Parlamento Europeo e del Consiglio, 2014). Tale direttiva costituisce un *set* normativo c.d. “*principle-based*” che offre ai singoli destinatari l’opportunità di calibrare e articolare l’informativa in modo specifico e coerente con i propri modelli di *business*, i propri valori e le proprie strategie. In sostanza, tale informativa deve rispondere non a un mero atto di *compliance*, ma bensì possedere le caratteristiche di utilità, rilevanza, comparabilità e correttezza, nonché essere guidata dal concetto di “materialità”, ovvero di congruità rispetto alla natura dell’attività svolta, alle caratteristiche specifiche del *business* e dell’organizzazione aziendale (Parlamento Europeo e del Consiglio, 2020). Al riguardo, la proposta di direttiva Corporate Sustainability Reporting Directive (o CSRD) adottata dalla Commissione Europea estende significativamente gli obblighi di rendicontazione e la platea delle imprese

coinvolte rispetto al quadro NFRD, in quanto si rivolge, oltre che agli EIP e agli operatori del settore finanziario, anche alle PMI quotate e alle imprese di grandi dimensioni (Commissione Europea, 2021);

- Regolamento UE 2019/2088 (SFDR): richiede agli operatori e ai consulenti finanziari di comunicare i processi di valorizzazione dei rischi e degli impatti dei fattori ESG a livello di impresa e prodotto finanziario.

Infine, si segnala l'importanza di altre iniziative collaterali, quali, in via principale:

- Fondazione IFRS: consultazione sul *reporting* di sostenibilità che si ritiene possa creare una base per lo sviluppo di *standard* globali di rendicontazione della sostenibilità comparabili e coerenti. Tale consultazione, terminata in data 31 dicembre 2020, ha evidenziato la necessità (i) da parte degli investitori di ricevere *report* che evidenzino gli impatti nel breve, nel medio e nel lungo termine di tali tematiche sul *business model* dell'impresa e sul suo *enterprise value* e (ii) di un coordinamento tra i diversi *standard setter* per la creazione di una *baseline* globale che consenta una agevole comparabilità in merito alla rendicontazione sostenibile (IFRS Foundation, 2021a). Il ruolo centrale assunto dalla Fondazione IFRS, responsabile della *governance* e del monitoraggio dell'International Accounting Standards Board (IASB), si evidenzia anche nella costituzione della International Sustainability Standards Board (ISSB), avente quale fine quello di sviluppare una *baseline* globale e *standard* informativi di alta qualità sulla sostenibilità per soddisfare le esigenze degli investitori (IFRS Foundation, 2021b) ⁽⁴⁾;
- International Integrated Reporting Council (IIRC): organismo internazionale costituito dal 2010 e sostenuto dai principali enti internazionali in materia (GRI, IASB, FASB e CDP), con l'intento di realizzare un modello condiviso di rendicontazione che integri le informazioni economiche con quelle sostenibili. Nel 2013, l'IIRC ha pubblicato l'International Integrated Reporting Framework (c.d. "International <IR> Framework"), contenente linee guida, principi ed elementi fondamentali per la creazione di un bilancio integrato con l'intento di supportare il processo decisionale dell'impresa nella creazione di valore nel breve, medio e lungo termine, nonché il conseguente processo di rendicontazione. Nel 2021, l'IIRC ha aggiornato tale documento ampliando il concetto di creazione di valore (i.e., modalità con le quali l'impresa crea, preserva ed erode il valore) e il concetto di *outcome* (i.e., conseguenze positive e negative sul capitale finanziario, produttivo,

⁽⁴⁾ L'International Sustainability Standards Boards (ISSB) ha pubblicato, sulla base delle raccomandazioni del TCFD, in consultazione la bozza dei primi due *standard* in materia di sostenibilità, ovvero (i) IFRS S1 "General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information" e (ii) IFRS S2 "Climate-related Disclosures". Tale consultazione è terminata in data 29 luglio 2022 e ci si attende una prima analisi delle risultanze per la seconda metà del 2022, oltre al rilascio di ulteriori *standard* da sottoporre a consultazione.

intellettuale, naturale, umano, sociale e relazionale, generate dall'attività d'impresa) (IIRC, 2021);

- World Economic Forum (WEF): organizzazione internazionale pubblico-privata composta da legislatori, economisti e *manager*, per la definizione e condivisione di agende sul tema. Nel 2020, su incarico del WEF, le società di consulenza Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers (c.d. “Big Four”) hanno rilasciato il documento “Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation”, nel quale vengono definite n. 21 metriche comuni principali e n. 34 metriche secondarie, utili alla redazione di un sistema globale di *reporting* condiviso e comparabile a livello internazionale (WEF, 2020).

Tuttavia, si segnala che i diversi *standard* illustrati non sono completamente allineati, con evidenti difficoltà per le imprese nel determinare l'effettiva declinazione della norma in termini di soglie di materialità e, dunque, di relativa *disclosure*.

Ciò posto, le misure normative rappresentate sono comunque soggette al divenire e, probabilmente, nel prossimo futuro si assisterà a un ampliamento dell'informativa, nonché all'introduzione di misure che integrino i fattori di sostenibilità in aspetti di gestione del rischio nell'ambito di quadri regolamentari già delineati. Il tutto auspicabilmente in modo armonizzato e coordinato.

In conclusione, la volontà di fondo delle diverse fonti normative appare ben chiara, ovvero ampliare la platea dei soggetti coinvolti nelle attività di rendicontazione (finanziaria e non) e approfondire le relative informazioni, in quanto le imprese che “*adottano una prospettiva di più lungo termine nei processi decisionali, sostengono minori costi di finanziamento, attraggono e mantengono personale di talento, hanno migliori performance, hanno migliori relazioni con consumatori e stakeholders, minori e meno significative interruzioni dell'attività*” (CONSOB, 2017, pag. 2).

2.3 Normativa specifica: sintetica ricostruzione dei *framework* di rendicontazione non finanziaria

Richiamando quanto già rappresentato in merito al quadro normativo di riferimento, il processo di rendicontazione dell'informativa non finanziaria si pone come uno strumento a forte connotazione cognitiva, necessario all'impresa per creare conoscenza in merito alle condotte assunte nei confronti dei diversi pubblici e consolidare il consenso intorno alle proprie iniziative. In tale circostanza, al fine di rendere la comunicazione sulle tematiche in oggetto quanto più fruibili, omogenee, confrontabili a livello internazionale e comunitario, sono state elaborati numerosi *framework* da parte di diverse organizzazioni internazionali.

Tuttavia, allo stato attuale, risulta ancora assente un quadro unico di principi universalmente validi e condivisi che consentano una verificabilità e comparabilità temporale e spaziale delle informazioni sulle tematiche in oggetto.

In particolare, i principali *framework* utilizzati nella prassi a livello internazionale

ed europeo risultano essere i seguenti:

- Global Reporting Initiative Standard (o GRI Standard): il *framework* di reporting del GRI, rilasciato inizialmente dal Global Sustainability Standards Board (GSSB) nel 2016, ha quale obiettivo la creazione un linguaggio comune per le organizzazioni e gli *stakeholder* attraverso il quale rendicontare gli impatti economici, ambientali e sociali delle organizzazioni. Gli *standard* disciplinati all'interno di tale *framework*, suddivisi in universali (i.e., afferenti ai principi di rendicontazione, informativa generale e modalità di gestione) e specifici (i.e., afferenti al tema economico, ambientale e sociale) sono pensati per migliorare la qualità e la comparabilità globale della *disclosure* informativa sugli impatti scaturenti dall'attività d'impresa, ovvero consentire una maggiore trasparenza e responsabilizzazione delle organizzazioni (GSSB, 2016; GSSB, 2021). In sintesi, gli *standard* GRI racchiudono le istruzioni metodologiche e l'approccio necessario per le imprese per redigere il *report* di sostenibilità ⁽⁵⁾;
- Sustainability Accounting Standards Board (o SASB): il SASB, organizzazione senza scopo di lucro costituita nel 2011, ha quale scopo lo sviluppo di *standard* informativi di sostenibilità che forniscano un linguaggio condiviso in merito alle *performance* aziendali, al fine di consentire la divulgazione delle tematiche ESG in modo pertinente, affidabile e comparabile nei confronti dei diversi *stakeholder*. Gli *standard* in questione comprendono n. 77 appendici, nei quali sono identificati i temi maggiormente rilevanti per ciascun settore industriale di riferimento (SASB, 2018);
- Task Force on Climate-related Financial Disclosure (o TCFD): la TCFD, costituita nel 2015 dal Financial Stability Board (FSB), ha quale scopo la quantificazione dei rischi generati dal cambiamento climatico sulla stabilità del sistema finanziario. Nel 2017, il TCFD ha sviluppato una serie di raccomandazioni, universali e settoriali, volte a promuovere una maggiore trasparenza informativa sui rischi finanziari legati al cambiamento climatico da parte delle imprese di grandi dimensioni presenti sui mercati finanziari. Tali raccomandazioni si suddividono in quattro principali aree tematiche, ovvero (i) *governance*, inerente alle informazioni circa il coinvolgimento del *management* e degli organi di controllo in merito alla supervisione e gestione dei rischi e delle opportunità legate al clima (ii) *strategia*, inerente alle informazioni circa le opportunità e i rischi legati al clima, nonché gli impatti

⁽⁵⁾ Le imprese che redigono la DNF devono seguire uno *standard* di rendicontazione di riferimento e/o una metodologia del tutto autonoma esplicitamente indicata. A livello globale si riscontrano diverse iniziative che hanno quale obiettivo quello di definire delle linee guida di rendicontazione sostenibile. In merito alla rilevanza dei GRI Standard in Italia, si evidenzia che la totalità dei soggetti (n. 210 di cui n. 150 società con azioni quotate in Italia) che hanno pubblicato la propria DNF al 31 dicembre 2021 – ai sensi della determinazione dirigenziale n. 61 del 4 febbraio 2022 della Consob – utilizza tali *standard* (CONSOB, 2022a).

attuali e potenziali sul *business*, (iii) *risk management*, informativa in merito ai processi di gestione dei rischi legati al clima e (iv) metriche e *target*, quale elaborazione di metriche e *target* funzionali alla misurazione dei potenziali impatti finanziari legati al clima sulla base dei rischi e delle opportunità individuate (TCFD, 2017);

- Corporate Sustainability Reporting Directive (o CSRD): il 21 aprile 2021, la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di direttiva sul *reporting* di sostenibilità (c.d. “CSRD”), che richiederà alle imprese europee in possesso di determinati requisiti dimensionali di divulgare una serie di informazioni su rischi e impatti relativi ai temi di sostenibilità delle proprie attività. L’obiettivo principale di tale provvedimento, in vigore a partire dagli esercizi 2023-2025, è quello di incrementare la quantità, la qualità e la comparabilità delle informazioni fornite (Commissione Europea, 2021);
- Tassonomia Europea: classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili in base all’allineamento agli obiettivi ambientali dell’Unione Europea. In particolare, ai sensi dell’art. 8 della Tassonomia Europea, si prevede che le imprese soggette NFRD, e successivamente alla nuova CSRD, pubblichino informazioni in merito all’allineamento delle proprie attività rispetto alla Tassonomia Europea. In particolare, (i) le imprese non finanziarie devono pubblicare le informazioni in merito alla porzione di fatturato riconducibile a prodotti o servizi allineati alla Tassonomia Europea, nonché i relativi investimenti dedicati (Capex e Opex) e (ii) le imprese finanziarie devono pubblicare indicatori chiave (KPI) che esprimano la percentuale di allineamento alla Tassonomia Europea degli *asset* in gestione. L’applicazione avverrà in modo graduale nel periodo 2022-2024.

Quanto alla CSRD, la proposta di un *framework* europeo in sostituzione di quello attualmente in essere dell’NFRD, assume una particolare rilevanza nell’ambito della comunicazione delle *performance* finanziarie e non finanziarie, in quanto (i) statuisce una equiparazione tra informativa finanziaria e non finanziaria, che dovrà essere inclusa nella relazione sulla gestione pubblicata a corredo del bilancio d’esercizio (oggetto, pertanto, di verifica da parte del revisore legale) e (ii) richiederà alle imprese europee di divulgare una serie di informazioni inerenti ai rischi e agli impatti delle proprie attività in un’ottica di doppia materialità, ovvero di rischi ambientali e sociali a cui sono sottoposte e impatti causati dal proprio operare.

La CSRD richiederà dunque alle imprese di rendicontare in modo maggiormente approfondito obiettivi, strategie e ruolo della *corporate governance*, illustrando al contempo il processo di raccolta ed elaborazione dei dati e delle informazioni, anche inerenti ai singoli momenti della catena del valore. I dati che debbono essere presentati saranno quali-quantitativi, storici e prospettici e afferenti a orizzonti temporali di breve, medio e lungo termine.

L’obiettivo principale della CSRD è quello di incrementare la qualità, la quantità e la comparabilità delle informazioni che vengono divulgate sul tema della

sostenibilità, estendendo al contempo il novero dei soggetti coinvolti in modo significativo; il tutto con la finalità di assicurare un mercato unico europeo economicamente competitivo che operi secondo logiche di sostenibilità nel medio-lungo termine.

In aggiunta si consideri che, se da un lato la SFDR impone dei requisiti più rigorosi circa le informazioni fornite dalle imprese finanziarie in merito ai rischi di sostenibilità, dall'altro la CSRD mira a garantire che le società (anche non finanziarie) riportino le informazioni nei confronti di investitori e imprese soggette alla SFDR.

In sintesi, il panorama normativo internazionale ed europeo risulta essere caratterizzato da un elevato dinamismo e da una profonda stratificazione normativa, nel quale le metriche e le metodologie di rendicontazione non finanziaria, ancora in continuo divenire, saranno auspicabilmente ampliate alla platea dei soggetti coinvolti secondo un principio di proporzionalità e, al contempo, dalla ricerca di maggiore trasparenza e convergenza al fine di scongiurare eventuali fenomeni distorsivi, in grado potenzialmente di minare la fiducia degli investitori e, dunque, la stabilità del mercato finanziario.

Ne emerge un fatto. La transizione verso un'economia sostenibile non può che dipendere, in via principale, dall'innovazione tecnologica e dalla qualità e comparabilità delle informazioni (Galletta *et al.*, 2022).

Tuttavia, l'auspicio di un ampliamento della mappatura dei soggetti, con l'inclusione anche del maggior numero possibile le PMI (al riguardo si consideri la rilevanza di tale questione per i sistemi economici caratterizzati, come in Italia, da tessuti produttivi ad alta concentrazione di PMI), si scontra con un *vulnus* di non agevole risoluzione: la disponibilità di dati granulari di natura quali-quantitativa sui quali le imprese finanziarie (e gli investitori) possono apprezzare la sostenibilità dell'attività produttiva delle imprese al fine di monitorare e gestire i connessi rischi e, in ultima istanza, effettuare investimenti consapevoli.

Il superamento di tale tema, che passa inevitabilmente anche per un incremento del grado di innovazione tecnologia delle imprese, è prodromico alla costruzione di una tassonomia europea efficace (non focalizzata esclusivamente all'aspetto ambientale), ovvero di un sistema correlato con la disponibilità dei dati in cui sia chiara la logica di convenienza tra i vantaggi del riconoscimento di un determinato grado di sostenibilità e il costo di rilevazione dei dati stessi (Sabatini, 2022) ⁽⁶⁾.

⁽⁶⁾ Sul punto si ritiene utile richiamare le parole di Onida (1970, pagg. 42-43): *“le rilevazioni hanno un proprio costo ben diversamente elevato secondo la loro ampiezza e complessità e la prontezza delle informazioni offerte, grazie anche all’impiego di strumenti più o meno costosi [...], all’impiego di personale variamente qualificato ed alla connessa struttura di tutta l’organizzazione dell’azienda, per quanto concerne, tra l’altro, l’accentramento o il decentramento delle varie rilevazioni. Nelle concrete aziende [...] il conveniente ordinamento delle rilevazioni deve naturalmente tener conto anche del detto costo, ed evitare oneri eccessivi rispetto alla utilità che l’azienda può trarre”*.

Allo stato dell'arte, il fabbisogno informativo in questione è stato parzialmente affrontato da parte degli intermediari bancari in una duplice prospettiva, da un lato, per i profili di sostenibilità afferenti alle imprese di medio-grande dimensione, facendo affidamento anche a soggetti esterni agli intermediari bancari stessi (agenzie), dall'altro, per i contesti economici caratterizzati da una notevole predominanza di PMI e, dunque, sovente estranee al perimetro di valutazione dei soggetti esterni di cui sopra, avviando un lento e capillare processo di mappatura della clientela mediante l'utilizzo di metodologie qualitative sviluppate internamente.

2.4 Normativa derivata: sintetica ricostruzione della normativa bancaria di riferimento

Sulla base di quanto sopra, le autorità di vigilanza stanno attuando delle iniziative volte a incoraggiare le istituzioni e gli operatori a considerare i fattori di sostenibilità nell'ambito delle proprie strategie, al fine di coglierne le opportunità e comprenderne i rischi.

Con riferimento alla normativa bancaria, assumono particolare rilievo le iniziative promosse dall'EBA, dalla BCE e dal Comitato di Basilea.

Nella figura che segue si evidenziano tali iniziative con l'indicazione della data di pubblicazione.

Figura 7 – Sintetica ricostruzione del contesto normativo bancario

Autorità	Riferimento	Pubblicazione
EBA	Art. 98, comma 8, CRD V	giugno 2013
	Art. 434 bis, CRR II	maggio 2019
	Art 501 quater, CRR II	maggio 2019
	<i>Guidelines on loan origination and monitoring</i>	maggio 2020
	<i>Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms</i>	giugno 2021
BCE	<i>Guide on climate-related and environmental risks</i>	novembre 2020
Comitato di Basilea	<i>Principle for the effective management and supervision of climate-related financial risks</i>	giugno 2022

Fonte: nostra elaborazione

Procedendo con ordine, assume particolare centralità il ruolo svolto dall'EBA in materia di finanza sostenibile, in virtù dei mandati a essa attribuiti dal quadro normativo delineatosi a seguito dell'introduzione della CRR II e della CRD V ⁽⁷⁾. Nel dettaglio i mandati principali posti in capo all'EBA risultano essere i seguenti:

⁽⁷⁾ In merito al contesto normativo si rappresenta che, a seguito della pubblicazione del Regolamento UE 2019/876 (CRR II, Capital Requirements Regulation), rientrante nel più ampio pacchetto di riforme normative del c.d. "Risk Reduction Measures", comprendente gli interventi normativi CRD V (Capital Requirements Directive), BRRD II (Banking Recovery and Resolution Directive) e SRMR II (Single Resolution Mechanism Regulation), sono stati introdotti significativi cambiamenti.

-
- art. 98, comma 8, CRD V: l'EBA è stata invitata a valutare la possibile inclusione dei rischi ESG nel processo di revisione e supervisione prudenziale (c.d. "Supervisory Review and Evaluation Process, SREP"), nonché a elaborare una definizione uniforme dei rischi ESG (rischi fisici e rischi di transizione) e sviluppare appropriati criteri qualitativi e quantitativi per la valutazione dell'impatto dei rischi ESG sulla stabilità finanziaria nel breve, medio e lungo termine, includendo altresì analisi di scenario e di *stress-test*. In aggiunta, la stessa dovrà indicare le disposizioni, i processi, i meccanismi e le strategie che le istituzioni devono attuare per indentificare, valutare e gestire i rischi ESG, nonché l'impatto sulle attività di prestito e di intermediazione finanziaria ⁽⁸⁾;
 - art. 434 *bis*, CRR II: l'EBA deve provvedere all'elaborazione di modelli di informativa entro il 2021 per l'inclusione dei rischi ESG negli obblighi di informativa al mercato di terzo pilastro (come definito dal Comitato di Basilea) previsti dalla parte 8 della CRR II ⁽⁹⁾. Tale elaborazione si ricollega agli obblighi in capo agli istituti di grandi dimensioni definiti all'art. 449 *bis* della CRR II, ovvero di comunicazione di informazioni in merito ai rischi ESG, a partire dal giugno 2022 ⁽¹⁰⁾;

⁽⁸⁾ L'art. 98, comma 8 della CRD V statuisce che: "*EBA shall assess the potential inclusion in the review and evaluation performed by competent authorities of environmental, social and governance risks (ESG risks).*

For the purposes of the first subparagraph, EBA's assessment shall comprise at least the following:

(a) the development of a uniform definition of ESG risks, including physical risks and transition risks; the latter shall comprise the risks related to the depreciation of assets due to regulatory changes;

(b) the development of appropriate qualitative and quantitative criteria for the assessment of the impact of ESG risks on the financial stability of institutions in the short, medium and long term; such criteria shall include stress testing processes and scenario analyses to assess the impact of ESG risks under scenarios with different severities;

(c) the arrangements, processes, mechanisms and strategies to be implemented by the institutions to identify, assess and manage ESG risks;

(d) the analysis methods and tools to assess the impact of ESG risks on lending and financial intermediation activities of institutions.

EBA shall submit a report on its findings to the Commission, the European Parliament and to the Council by 28 June 2021.

On the basis of the outcome of its report, EBA may, if appropriate, issue guidelines, in accordance with Article 16 of Regulation (EU) No 1093/2010, regarding the uniform inclusion of ESG risks in the supervisory review and evaluation process performed by competent authorities".

⁽⁹⁾ Ai sensi degli artt. 434 *bis* e 449 *bis* della CRR, l'EBA ha pubblicato nel mese di gennaio 2022 il documento "*Final Report. Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*", ovvero norme tecniche di attuazione che specificano le modalità e le tempistiche con le quali gli enti interessati debbono procedere alla pubblicazione dell'informativa sui rischi ESG (fisici e di transizione) (EBA, 2022).

⁽¹⁰⁾ L'art. 449 *bis* della CRR II statuisce che: "*A decorrere dal 28 giugno 2022, i grandi enti che hanno emesso titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di qualsiasi Stato membro, come definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 21, della direttiva 2014/65/UE, pubblicano informazioni relative ai rischi ambientali, sociali e di governance, compresi i rischi fisici e i rischi di transizione,*

-
- art. 501 *quater*, CRR II: l'EBA deve valutare se sia giustificato un trattamento prudenziale specifico per le esposizioni sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali, come parte dei requisiti patrimoniali di primo pilastro (così come definito dal Comitato di Basilea), considerando al contempo i potenziali effetti di tale trattamento prudenziale sulla stabilità finanziaria e sull'attività creditizia dell'Unione Europea ⁽¹¹⁾.

Facendo seguito ai mandati sopra sinteticamente rappresentati, l'EBA ha adottato, nell'ambito dell'"EBA Action Plan on Sustainable Finance" del 6 dicembre 2019, le strategie (i.e., *strategy and risk management, key metrics, stress testing and scenario analysis e prudential treatment*), le linee di intervento e il cronoprogramma sottesi agli stessi. In aggiunta, stante l'onerosità dei mandati a essa conferiti, l'EBA incoraggia i singoli istituti ad adottare un approccio proattivo volto a considerare sin da subito l'integrazione delle tematiche ESG nell'ambito delle proprie strategie, nonché nei processi di *risk management* e nei sistemi di controllo interno (EBA, 2019) ⁽¹²⁾.

definiti nella relazione di cui all'articolo 98, paragrafo 8, della direttiva 2013/36/UE. Le informazioni di cui al primo comma sono pubblicate su base annua il primo anno e, successivamente, due volte all'anno".

⁽¹¹⁾ L'art. 501 *quater* della CRR II statuisce che: "L'ABE [ndr. EBA], *previa consultazione del CERS, valuta, sulla base dei dati disponibili e delle conclusioni del gruppo di esperti ad alto livello della Commissione sulla finanza sostenibile, se un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali, sia giustificato. In particolare, l'ABE valuta:*

a) le metodologie per la valutazione dell'effettiva rischiosità delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente

associate a obiettivi ambientali e/o sociali rispetto alla rischiosità di altre esposizioni;

b) l'elaborazione di opportuni criteri per valutare i rischi fisici e i rischi di transizione, compresi i rischi connessi

al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative;

c) i potenziali effetti di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente

associate a obiettivi ambientali e/o sociali sulla stabilità finanziaria e sui prestiti bancari nell'Unione. L'ABE presenta una relazione sulle sue conclusioni al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione entro il 28 giugno 2025.

Sulla base di tale relazione, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una proposta legislativa, se del caso".

⁽¹²⁾ Nel piano di azione dell'EBA si riporta che: "*The EBA encourages institutions to act proactively in incorporating ESG considerations into their business strategy and risk management. Proactive strategies and forward-looking approaches that aim to build resilient and sustainable business models in the long-term, and adequate governance arrangements, should be understood, if appropriately designed, as tools mitigating the potential impact of environmental and social risks, and in particular, the transition and physical risks related to climate change.*

The EBA encourages institutions to integrate ESG risks into their business plans, risk management, internal control framework and decision-making processes. Institutions can demonstrate the presence of these arrangements to stakeholders, for example by identifying key metrics, associated balance sheet targets, and governance arrangements. For competent authorities, the institutions can incorporate the details of their sustainability strategy and ESG considerations into risk management and internal

In aggiunta a quanto sopra rappresentato, si evidenzia che l'EBA ha recentemente pubblicato i seguenti atti che affrontano il tema della sostenibilità:

- “*Guidelines on loan origination and monitoring*”: tali linee guida mirano a colmare alcune lacune nelle pratiche di concessione del credito, introducendo al contempo il c.d. “Environmentally Sustainable Lending” e gli obblighi in capo ai singoli istituti in merito alle politiche in materia di concessione, monitoraggio di tali prestiti, nonché politiche e procedure in materia di rischio di credito (EBA, 2020b) ⁽¹³⁾;
- “*Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*”: alla luce delle risultanze del processo di consultazione condotto da novembre 2020 a febbraio 2021 avente ad oggetto la resilienza delle istituzioni finanziarie circa i potenziali impatti dei rischi ESG in differenti orizzonti temporali, l'EBA evidenzia la necessità per i singoli istituti di considerare i fattori ESG, e i rischi a essi connessi, nell'ambito della declinazione delle proprie strategie, dei processi aziendali, dei processi di governo dell'impresa e del *risk management*, segnalando, da un lato, come l'attuale contesto normativo di riferimento potrebbe non consentire all'EBA stessa di comprendere gli effetti, in termini di ampiezza e portata, di tali rischi sulle singole posizioni finanziarie e sulle connesse vulnerabilità e proponendo, dall'altro, una rivisitazione dell'attuale *framework* di vigilanza al fine di rilevare se i singoli istituti considerano la resilienza nel lungo termine del *business model* (EBA, 2020a; EBA, 2021a) ⁽¹⁴⁾.

governance in their internal capital adequacy assessment process, which can include at least qualitative information on business strategy and risk management, supported by key metrics and targets” (EBA, 2019, pag. 16).

⁽¹³⁾ Sul punto: “*Institutions that originate or plan to originate environmentally sustainable credit facilities should develop, as part of their credit risk policies and procedures, specific details of their environmentally sustainable lending policies and procedures, covering the granting and monitoring of such credit facilities*” (EBA, 2020b, pag. 27).

⁽¹⁴⁾ Al riguardo, “*The EBA sees the need for enhancing the incorporation of ESG risks into institutions' business strategies, business processes and proportionately incorporate ESG risks in their internal governance arrangements. Adjusting the business strategy of an institution to incorporate ESG risks as drivers of prudential risks can be considered as a progressive risk management tool to mitigate the potential impact of ESG risks. The EBA also sees a need to gradually develop methodologies and approaches to a climate risk stress test, while considering the methodological and data constraints. The objective of a climate risk stress test should be to inform on the resilience of institutions' own business model and investment strategies. In order to reflect the ESG risks in the supervisory evaluation, the EBA sees a need to proportionately incorporate the ESG factors and considerations into the business model analysis, in particular with regards to the analysis of business environment, the current business model, the analysis of the strategy, and the assessment of the viability and sustainability of the business model. However, the existing assessment under the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) of credit institutions might not sufficiently enable supervisors to understand the longer term impact of ESG risks, its breadth and magnitude, on future financial positions and related long-term vulnerabilities. In this context, the EBA sees a need to introduce a new area of analysis in the supervisory assessment, evaluating whether credit institutions sufficiently test the long term resilience*

Quanto alla BCE, la “*Guide on climate-related and environmental risks*” rappresenta le aspettative dell’autorità di vigilanza in merito al governo dei rischi climatici e ambientali da parte degli istituti, al fine di incentivarne la consapevolezza e la preparazione agli stessi. In particolare, tali aspettative riguardano (i) il modello di *business* e le strategie, (ii) la *governance* e il *risk appetite*, (iii) il *risk management* e (iv) la *disclosure* (BCE, 2020).

Nell’ambito della pianificazione strategica di impresa, le aspettative riguardano quanto segue:

- promuovere una cultura del rischio che consideri anche i rischi di sostenibilità;
- analizzare l’impatto del rischio climatico e ambientale sul contesto in cui operano nel breve, medio e lungo periodo, al fine di assumere decisioni informate nella definizione della strategia aziendale;
- condurre delle valutazioni che abbraccino un orizzonte temporale di medio-lungo termine;
- definire strategie inerenti al rischio ambientale per i diversi portafogli creditizi e di negoziazione;
- definire indicatori di *performance* per ogni declinazione di rischio ambientale a livello anche di attività e portafogli;
- integrare i rischi climatici nell’ambito dei quadri di riferimento in materia di *governance* e propensione al rischio.

In ultimo, il Comitato di Basilea (2022) con il documento “*Principle for the effective management and supervision of climate-related financial risks*”, pubblicato nel mese di giugno 2022 e afferente al secondo pilastro del processo di controllo prudenziale, declina n. 18 principi per le banche (da n. 1 a n. 12) e per le autorità di vigilanza (da n. 13 a n. 18) al fine di fornire, nel rispetto del principio di proporzionalità circa la dimensione, la complessità e il profilo di rischio delle banche e del sistema bancario di riferimento, un miglioramento delle pratiche inerenti alla gestione dei rischi finanziari legati al clima. In particolare, i principi per le banche riguardano (i) l’identificazione e la quantificazione dei rischi finanziari legati al clima e la conseguente considerazione di quelli giudicati come rilevanti (su differenti orizzonti temporali) nei loro processi interni di valutazione dell’adeguatezza patrimoniale (ICAAP) e di liquidità (ILAAP) (principio n. 5), (ii) l’identificazione, il monitoraggio e la gestione dei rischi finanziari rilevanti legati al clima e la conseguente considerazione degli stessi nel *risk appetite* e *risk management framework* (RAF) (principio n. 6), (iii) la considerazione dei rischi legati al clima nel sistema di misurazione e comunicazione aziendale (principio n. 7), (iv) la considerazione degli impatti dei rischi legati al clima sul rischio di credito (principio n. 8), rischio di mercato

of the business model against the time horizon of the relevant public policies or broader transition trends, i.e. exceeding commonly used timeframes of 3-5 years or potentially even the ten year-horizon already applied in some jurisdictions” (EBA, 2020a, pag. 9).

(principio n. 9), rischio di liquidità (principio n. 10) e rischio operativo (principio n. 11) e (v) la conduzione di analisi di scenario e di *stress test* al fine di apprezzare il grado di resilienza del proprio modello di *business* e delle proprie strategie, nonché sul complessivo profilo di rischio dell'istituto (principio n. 12) (Comitato di Basilea, 2022).

In conclusione, le diverse iniziative promosse dalle autorità di vigilanza si orientano verso un'unica direzione comune, ovvero di porre l'accento circa la magnitudine degli effetti del tema in oggetto, incoraggiando gli intermediari a considerare i fattori ESG e rischi a essi connessi nell'ambito della declinazione delle proprie strategie (ad esempio, concessione del credito), dei processi aziendali (ad esempio, processi di controllo interno), dei processi di governo e delle pratiche di gestione del rischio, e, in via generale, degli obblighi di vigilanza prudenziale.

CAPITOLO III – LA SOSTENIBILITÀ: METODOLOGIE DI RICERCA E ANALISI DEGLI STUDI INTERNAZIONALI

SOMMARIO: 3.1 La relazione tra sostenibilità e *performance* nella banca. – 3.2. La sostenibilità nell'economia e gestione della banca: contributi accademici e prassi di settore. – 3.3. Disamina della letteratura accademica.

3.1 La relazione tra sostenibilità e *performance* nella banca

L'adozione di una prospettiva allargata di interrelazione tra la dimensione economico-finanziaria e la dimensione sociale ha determinato l'emergere di una nuova linea di pensiero dell'azione di governo, ovvero della sostenibilità quale elemento rientrante nel sistema dei principi essenziali e dei fondamenti dottrinali e metodologici sui quali il *management* dell'impresa deve basare il proprio agire (Golinelli e Volpe, 2012).

L'agire sarà pertanto guidato da un criterio di massimizzazione delle utilità/soddisfazioni dei singoli *stakeholder* in senso paretiano, ovvero a parità (o quanto meno limitandone gli effetti negativi) di soddisfazione dei restanti attori/portatori di interesse (Mohr *et al.*, 2001).

L'impresa, portatrice di una responsabilità sociale, diviene dunque uno "*strumento per creare qualità nella società*" (Normann, 1979, pag. 15) in quanto considera sé stessa non come un sistema chiuso e separato, bensì come un'entità immersa nella società che legittima la propria esistenza rispondendo alle istanze di quest'ultima (McDonald e Puxty, 1979; Teubner, 1988).

Tuttavia, i fenomeni evidenziati non riguardano esclusivamente le imprese industriali, in quanto direttamente e fisicamente coinvolte per il tramite dei propri processi produttivi, ma bensì anche le imprese finanziarie, considerando il ruolo che le stesse ricoprono nello sviluppo economico-sociale grazie alla funzione di indirizzamento dei flussi finanziari e della conoscenza del contesto nel quale le stesse si collocano e la loro sostanziale attenzione al governo del rischio insito nei grandi cambiamenti e nelle trasformazioni che investono l'economia e la società (Caprara, 1946; King e Levine, 1993; Shen e Lee, 2005; Beck *et al.*, 2010) ⁽¹⁵⁾.

⁽¹⁵⁾ A titolo esemplificativo, si consideri il ruolo assunto dalle imprese finanziarie nel supportare i progetti di energia rinnovabile. L'OECD (2012) e l'IRENA (2018) evidenziano come l'ammontare di capitale iniziale richiesto da alcune tecnologie rinnovabili (ad esempio, il fotovoltaico) rende necessario il ricorso al capitale di credito. L'utilizzo di coefficienti di indebitamento considerevoli nella realizzazione di investimenti in energie rinnovabili è difatti ampiamente accettato dalle diverse autorità di regolamentazione energetica e valorizzato dalle stesse nell'ambito della progettazione degli schemi incentivanti (ad esempio, la realizzazione dei sistemi incentivanti "Feed-in Tariff" e "Feed-in Premium" nel settore fotovoltaico in Spagna, Germania e Italia). Il ricorso al credito costituisce dunque un fattore cruciale per il realizzo di progetti di transizione energetica, quali il fotovoltaico, considerato che consente, da un lato, alle autorità di regolamentazione di raggiungere obiettivi di politica economica comunitari e non e, dall'altro, agli azionisti di ottenere un ritorno sugli investimenti più elevato e in linea con il costo del capitale.

Si rappresenta, preliminarmente, che restano valide tutte le argomentazioni espresse, in via generale riguardo all'impresa, nel Capitolo I del presente elaborato, posto che la banca è *“un'impresa caratterizzata da alcune specificità economiche ma con una funzione obiettivo assolutamente analoga a quella di qualsiasi altra impresa: ottimizzare la propria posizione nei mercati in cui opera, secondo determinati obiettivi di redditività del capitale proprio, e adottare una strategia coerente con questi obiettivi”* (Onado, 2004, pag. 11).

Ciò detto, la centralità del ruolo assunto dalle imprese finanziarie nella crescita delle pratiche sostenibili è articolabile secondo due angolature: macroeconomica e microeconomica.

Quanto alla prospettiva macroeconomica, le imprese finanziarie incidono sull'ammontare di risparmi e investimenti, influenzano la produttività marginale del capitale allocando risorse a determinati progetti piuttosto che ad altri, incidono sul livello complessivo dell'attività economica mediante il sistema dei pagamenti e sui costi di intermediazione.

Quanto alla prospettiva microeconomica, le imprese finanziarie offrono servizi a consumatori e famiglie sulla base delle specifiche istanze ed esigenze, attività di *screening* e *monitoring*, nonché competenze e risorse finanziarie che influenzano l'operare delle singole imprese (Scholtens, 2006).

In sostanza, in considerazione di quanto poc'anzi brevemente argomentato, *“il sistema delle istituzioni di credito tende a sua volta a diventare il fenomeno più rappresentativo del mercato moderno, il “luogo” più sensibile del medesimo, il centro che accoglie e propaga ogni impulso di vita del mondo economico”* (Caprara, 1946, pag. 111).

Tuttavia, benché il ruolo delle imprese finanziarie sia centrale nel supportare virtuose traiettorie evolutive dell'economia verso realtà maggiormente sostenibili, ciò non può prescindere da efficaci azioni da parte di istituzioni pubbliche e autorità di vigilanza in grado di declinare adeguate politiche industriali, sociali, fiscali e monetarie. La transizione sostenibile non può essere affidata a un mero “effetto leva” del settore finanziario in grado di trascinare le imprese industriali, ma necessita di politiche di più ampio spettro positive, consapevoli e organiche che favoriscano modalità di sviluppo a forte dinamicità (Cipollone, 2022; Sabatini, 2022).

In sintesi, la commistione tra interventi legislativi e regolamentari, unitamente al ruolo assunto dalle imprese finanziarie e non, risulta cruciale per il raggiungimento degli obiettivi ambientali elencati all'art. 9 della Tassonomia Europea, ovvero:

- mitigazione dei cambiamenti climatici;
- adattamento ai cambiamenti climatici;
- uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
- transizione verso un'economia circolare;
- prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
- protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

A titolo meramente esemplificativo si richiamano tre fattispecie rilevanti:

-
- politiche industriali (a forte propensione tecnologica): la transizione verso una economia sostenibile richiede sempre più grandi flussi di investimento verso la produzione e lo stoccaggio di energia pulita, riducendo quelli verso l'estrazione di combustibili fossili. Ciò rappresenta un cambiamento sostanziale rispetto alle attuali politiche in cui i combustibili fossili sono la principale fonte di energia. Sul tema si consideri la spinta innovativa verso la transizione delle politiche europee aventi ad oggetto la promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili (ad esempio, quelle per la produzione dell'energia elettrica), avviate agli inizi degli anni 2000, e declinate nei singoli paesi comunitari, che mediante meccanismi tariffari incentivanti (ad esempio, "Feed-in Tariff" e "Feed-in Premium"), riconoscono ai produttori sostenibili un prezzo significativamente maggiore rispetto al prezzo di mercato per un orizzonte temporale di medio-lungo termine;
 - politiche fiscali: l'imposizione di un "prezzo" al diossido di carbonio favorisce il processo di decarbonizzazione in quanto rende l'energia a basse emissioni più competitiva sul mercato e, conseguentemente, incoraggia la riduzione dei combustibili fossili. Inoltre, tali politiche fiscali, da un lato, favoriscono un clima generale di fiducia che incoraggia gli investimenti in nuove tecnologie, dall'altro, generano risorse (gettito) da indirizzare verso politiche industriali di transizione energetica. In tal senso, il Fondo Monetario Internazionale e l'OECD evidenziano come i *policymaker* possono utilizzare diversi strumenti, ovvero:
 - "Carbon Tax": strumento fiscale che si rivolge all'ammontare delle emissioni di diossido di carbonio prodotte dalla catena di fornitura dei combustibili fossili (i.e., processi di lavorazione e raffinazione). Tali imposte forniscono un certo grado di certezza in merito alla futura evoluzione dei prezzi delle emissioni con un gettito diretto per le amministrazioni finanziarie;
 - "Emission Trading System (ETS)": nell'ambito del sistema di scambio di quote di emissione (ETS), il legislatore stabilisce un tetto massimo complessivo (*cap*) delle emissioni consentite (cui corrisponde un numero di "quote" di emissione) da parte delle imprese, oltre il quale tali emissioni devono essere coperte mediante l'acquisto di quote aggiuntive sul mercato. Il prezzo di tali quote aggiuntive viene determinato dall'interazione tra domanda (soggetti eccedenti) e offerta (soggetti non eccedenti). Il legislatore fissa dunque una soglia massima (*cap*) che si riduce gradualmente nel corso degli anni, al fine di incentivare la riduzione delle emissioni e, contestualmente, generare gettito ⁽¹⁶⁾;

⁽¹⁶⁾ Il legislatore comunitario ha introdotto e disciplinato il c.d. "European Union Emissions Trading Scheme" con la Direttiva 2003/87/CE, entrata in vigore dal 1° gennaio 2005.

-
- “Fuel Excise Tax”: le accise sui carburanti creano incentivi economici simili alle imposte sulle emissioni di diossido di carbonio e agli ETS, anche se il loro obiettivo principale è quello di incrementare le entrate nel bilancio dello Stato. Tali imposte sono dunque da inquadrarsi quali tributi impliciti sulle emissioni di diossido di carbonio (IMF e OECD, 2021);
 - politiche monetarie: le iniziative di politica monetaria possono supportare il processo di transizione economica offrendo alle banche finanziamenti a lungo termine da destinare a politiche di impiego *green*, a fronte di tassi di interesse favorevoli. Considerato che il cambiamento climatico influenza la capacità delle banche centrali di adempiere al proprio mandato di stabilità dei prezzi (si consideri, ad esempio, il probabile incremento della rischiosità dei titoli in portafoglio e le potenziali perdite di valore degli stessi), nel contesto europeo si segnalano iniziative volte a (i) salvaguardare i bilanci delle banche centrali al fine di tutelare la loro capacità di adempiere al mandato di stabilità dei prezzi, (ii) sensibilizzare gli operatori finanziari e non circa gli impatti potenziali dei cambiamenti climatici e (iii) affrontare proattivamente il cambiamento climatico mediante strumenti di politica monetaria che coinvolgono direttamente il bilancio delle banche centrali (BCE, 2021). In merito queste ultime iniziative, si evidenziano in via principale le seguenti:
 - “Greening Central Bank Financing and/or Lending Quotas”: la BCE, in virtù del mandato a sostegno degli obiettivi ambientali e nella consapevolezza che le operazioni di rifinanziamento condizionano le politiche di impiego delle banche (Van ‘t Klooster e Van Tilburg, 2020), sta elaborando un programma di Green TLTRO al fine di facilitare la transizione sostenibile dell’economia reale mediante la promozione di politiche di impiego *green* allineate ai principi sanciti dalla Tassonomia Europea;
 - “Greening the Collateral Framework”: revisione dei criteri di ammissibilità, delle regole di utilizzo e delle misure di controllo dei rischi in merito agli *asset* posti in garanzia, sulla base dell’allineamento degli stessi ai principi sanciti dalla Tassonomia Europea, con possibili effetti in termini di soglie sull’impronta carbonica, *screening* negativo e *haircut*;
 - “Greening outright Asset Purchase Programmes (Green QE)”: valorizzazione, nell’ambito dei programmi di acquisto di titoli pubblici e privati da parte della BCE, dei fattori di sostenibilità ambientale, mediante la rivisitazione delle politiche di selezione e calibrazione del portafoglio dei titoli (c.d. “Green QE”). Tale iniziativa potrebbe dunque determinare una verifica circa l’afferenza dei titoli ai principi della Tassonomia Europea, con una possibile graduale sostituzione dei titoli emessi da soggetti considerati come non virtuosi (BCE, 2021).
-

Si evidenzia, anche alla luce dei diversi studi condotti, che le politiche poc'anzi rappresentate, benché separabili, si presentano spesso avvinte da reciproche relazioni e debbono dunque osservarsi come un insieme coordinato e armonizzato di atti prodromici al perseguimento efficace di un medesimo fine ultimo (Banca d'Italia, 2022; BCE, 2022).

Quanto al contesto italiano, è degna di nota l'iniziativa promossa dal legislatore ai sensi dell'art. 64, comma 2, del D.L. 76/2020 (c.d. "Decreto Semplificazioni") che ha incaricato SACE S.p.A. – soggetto attuatore del c.d. "Green New Deal" – di rilasciare garanzie e coperture assicurative *green*, nei limiti di Euro 2,5 miliardi, a imprese italiane, di qualsiasi dimensione, che intendano avvalersi di finanziamenti per la realizzazione di progetti aventi ad oggetto una delle seguenti finalità:

- mitigazione dei cambiamenti climatici e adattamento agli stessi;
- uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
- transizione verso l'economia circolare;
- prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
- protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Il rilascio di tali garanzie, aventi natura "*esplicita, incondizionata, irrevocabile e si estende al rimborso del capitale, al pagamento degli interessi e ad ogni altro onere accessorio, al netto delle commissioni ricevute per le medesime garanzie*" (art. 64, comma 4, D.L. 76/2020), viene subordinato alle risultanze di un processo di *due diligence* che riflette quanto disciplinato dalla Tassonomia Europea.

In conclusione, il viaggio verso un'economia sostenibile necessita la condivisione di una nuova rotta, tracciata, ancor più che in passato, sulla fiducia e sulla conoscenza reciproca e di contesto tra i diversi soggetti coinvolti. Da un lato, gli intermediari finanziari devono stimolare le imprese a intraprendere il percorso (i) garantendo corrette condizioni di accesso al credito che valorizzino il profilo di sostenibilità delle stesse, (ii) fornendo l'assistenza necessaria per la realizzazione di nuovi progetti mediante nuova finanza e (iii) offrendo servizi consulenziali dedicati. Dall'altro, le imprese devono essere compagne di viaggio affidabili garantendo un maggiore grado di trasparenza informativa. Dall'altro ancora, le istituzioni (di diversa natura) debbono attuare delle politiche di più ampio spettro positive, consapevoli e organiche che favoriscano il raggiungimento della meta comune (Siani, 2022).

3.2 La sostenibilità nell'economia e gestione della banca: contributi accademici e prassi di settore

Il marcato effetto di discontinuità rispetto al passato indotto dalla crescente attenzione alla sostenibilità unito al ruolo centrale assunto dalle imprese finanziarie, in particolar modo bancarie (oggetto del presente elaborato), favorisce l'emergere di nuove (maggiori) dimensioni e spazi strategici – opportunità e minacce – con la conseguente necessità di effettuare nuove scelte di azione-reazione.

Considerando altresì la criticità del fattore reputazionale e fiduciario su cui si fonda l'intermediazione finanziaria (Ruozi, 2016; Gangi *et al.*, 2019), la capacità delle imprese bancarie nel rispondere a tali istanze può costituire una valida occasione per cogliere nuove opportunità strategico-operative, anche alla luce del ruolo di propulsione al cambiamento che esse rivestono (Furrer *et al.*, 2012; Buranatrakul e Swierczek, 2017).

In particolare, le imprese bancarie, stimolate anche dagli impulsi rivenienti dalle autorità di vigilanza, hanno declinato le proprie strategie considerando una relazione tridimensionale di rischio, rendimento e impatto sociale (Freeman, 1984; Coulson, 2009; Amini e Bienstock, 2014; Ng e Zabihollah, 2015; Ziolo *et al.*, 2019), anche nella consapevolezza che la reputazione possa costituire un elemento di vantaggio competitivo (Porter e Kramer, 2006; Wu e Shen, 2013; Dell'Atti *et al.*, 2017; Forcadell e Aracil, 2017) in grado di ampliare la clientela e rendere il proprio *business model* meno *price sensitive* (Gangi *et al.*, 2019).

L'obiettivo diviene, dunque, quello di ricercare la migliore combinazione degli elementi che compongono tale tridimensionalità in un orizzonte di medio-lungo termine (Baldini *et al.*, 2018) e, al contempo, promuovere una coerenza tra le traiettorie di lunga portata e le iniziative nel breve termine.

Al riguardo, richiamando quanto già ampiamente argomentato, la crescita delle pratiche sostenibili degli intermediari finanziari, e delle banche in particolare, è stata influenzata da un considerevole impulso normativo (oltre che sociale), con l'adozione di disposizioni regolamentari sia a livello globale sia a livello europeo, nonché dall'implementazione da parte di un numero crescente di banche centrali e autorità di vigilanza di politiche e/o linee guida inerenti al tema che ci occupa, incorporando i rischi connessi nei *framework* macroprudenziali di stabilità finanziaria e monetaria (Dikau e Volz, 2021).

In aggiunta, si è assistito a una crescente esigenza di armonizzazione a livello comunitario di criteri oggettivi definitivi, che consentano di apprezzare la consonanza di un determinato prodotto finanziario rispetto al tema della sostenibilità, nonché di agevolare la comparazione tra prodotti in termini di ritorno economico-finanziario e di attività economiche sottostanti.

In tale contesto, il processo normativo volto a garantire *standard* di affidabilità, coerenza e comparabilità, deve concretizzarsi nell'adozione di indicatori di sostenibilità comuni, quali quelli proposti dal Regolamento UE 2019/2088 (Parlamento Europeo e del Consiglio, 2019), con il fine ultimo di rimuovere eventuali frizioni e barriere del mercato unico dei capitali.

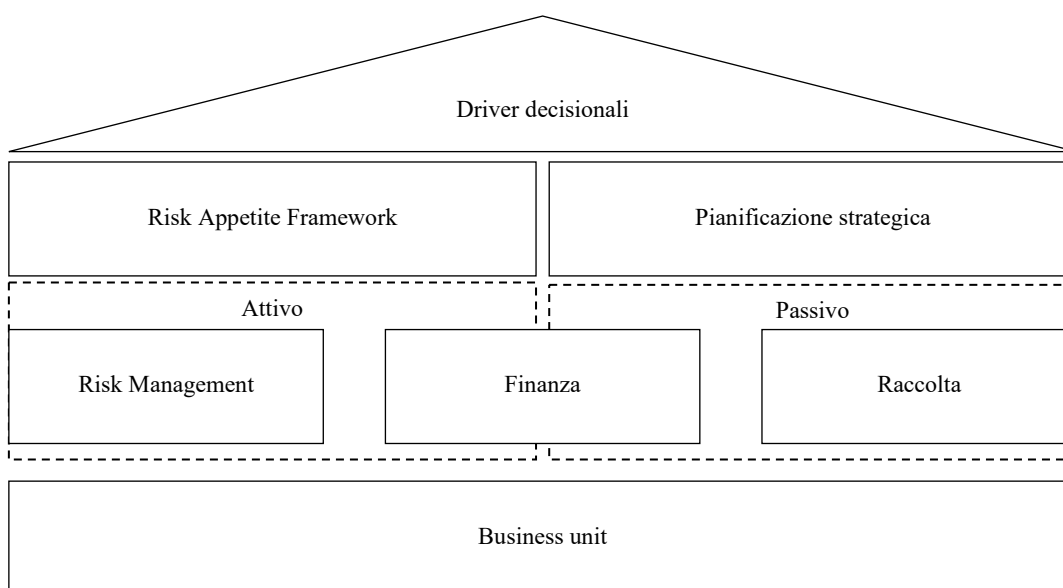
Il quadro complessivo, già estremamente frastagliato e stratificato, è molto articolato in quanto norme e regole influenti sull'attività bancaria generano per le imprese mutate e nuove situazioni di contesto alle quale adattarsi (Mottura, 2011).

In sintesi, impulsi normativi e sociali hanno indirizzato l'agire dell'impresa bancaria verso tematiche di responsabilità sociale, al fine di acquisire, conservare e accrescere il consenso attorno alle proprie scelte strategico-operative sotto un vincolo

di rispondenza a istanze e bisogni, non solo economici, da parte dei diversi *stakeholder* con i quali esso intesse relazioni per garantire la propria sopravvivenza in un contesto fortemente competitivo (Chih *et al.*, 2010; Barile *et al.*, 2013; Oliveira *et al.*, 2019).

Tale mandato richiede l'adozione di un approccio olistico che si riflette trasversalmente su differenti piani del *business model*, mediante (i) l'adozione di specifici elementi quantitativi/qualitativi nel Risk Appetite Framework (RAF) e nella pianificazione strategica, (ii) l'adozione di specifiche politiche di raccolta e impiego e (iii) la declinazione nelle diverse *business unit* per prodotti e servizi in linea con le esigenze della clientela.

Figura 8 – *Business model* e sostenibilità



Fonte: nostra elaborazione

I fattori ESG, definiti dall'EBA (2020a) come quelle circostanze ambientali, sociali e di *governance* che possono impattare positivamente o negativamente sulla *performance* finanziaria o sulla solvibilità, risultano avere un effetto dipendente sia dal modello di *business* sia dalla composizione dell'attivo e del passivo patrimoniale.

In tale contesto, l'obiettivo regolamentare di introdurre un modello di intermediazione finanziaria sostenibile volto a promuovere una crescita economica che sia in linea con i fattori ESG presenta delle difficoltà di non agevole soluzione nei processi operativi sottostanti alle attività di impiego (ad esempio, valutazione del merito creditizio) e investimento (ad esempio, incidenza sul *fair value* dei titoli nel *trading book*).

In particolare, un eventuale impatto negativo di tali fattori, c.d. "rischi ESG", può manifestarsi, per il tramite delle categorie di rischio tradizionali (credito, mercato, liquidità e operativo), in una prospettiva di *double-materiality* (finanziaria e ambientale), in quanto gli istituti possono essere influenzati (*outside-in perspective*) per il tramite delle proprie controparti o delle attività investite, che a loro volta possono

-
- rischio sociale: riconducibile alle esposizioni della banca verso controparti che possono essere influenzate negativamente da fattori di natura sociale, quali l'ineguaglianza e criticità connesse con l'inclusività, i rapporti di lavoro e gli investimenti in capitale umano (Commissione Europea, 2018b; EBA, 2020a);
 - rischio di *governance*: riconducibile alle esposizioni della banca verso controparti che possono essere influenzate negativamente dai fattori di *governance* (EBA, 2020a), ovvero da assetti/scelte di *governance* (ad esempio, inclusione dei fattori ESG nella *governance*). Più in dettaglio, stante il ruolo centrale svolto dalla *governance* in merito alla cultura aziendale, l'inclusione di tematiche ambientali e sociali (e dei relativi rischi) nell'ambito dei processi decisionali e strategici viene giudicato dalla vigilanza come un fattore di buona *governance*. L'organo di governo ha la responsabilità di promuovere una cultura del rischio ambientale e sociale e di includerla nella propria strategia (EBA, 2020a).

In tale quadro, la vigilanza e la letteratura accademica hanno posto particolare attenzione verso le tematiche climatiche e ambientali, anche alla luce di una maggiore "consapevolezza" degli impatti sui rischi tradizionali in termini di stabilità del sistema finanziario nel suo complesso (Furrer *et al.*; 2012; Buranatrakul e Swierczek, 2017).

In merito alla natura di tali rischi, ovvero se debbano essere considerati come facenti parte di una categoria *stand-alone* o, come evidenziato dalle autorità di vigilanza (BCE, 2020; EBA, 2020a; Comitato di Basilea, 2022), ricondotti all'alveo dei rischi tradizionali, la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) ha rilasciato le proprie raccomandazioni in materia di *governance*, strategia, *risk management* e metriche di misurazione, suggerendo agli istituti di quantificare il rischio climatico nell'ambito dei rischi tradizionali di credito, di mercato, di liquidità e operativo (TCFD, 2018).

Il rischio di sostenibilità presenta dunque una natura trasversale che richiede l'assunzione di una visione olistica che tramite un approccio globale sia in grado di apprezzarne l'estensione sui rischi tradizionali in modo proporzionale alla complessità (e materialità) dell'istituto, del *business model*, della *governance* e delle strategie di gestione.

Al riguardo, la BCE (2020) ha invitato le banche a considerare il rischio climatico nel RAF, indentificando al contempo un'unità organizzativa preposta alla gestione dello stesso, nonché a considerare gli effetti complessivi sui *driver* sottostanti ai rischi tradizionali, con l'obiettivo di consentire un'efficace gestione, monitoraggio e mitigazione anche di questi ultimi, oltre che la loro quantificazione nel processo di valutazione dell'adeguatezza del capitale.

L'inclusione dei rischi ESG nell'ambito del RAF – quale quadro di definizione (in coerenza con la *risk capacity*, il *business model* e il piano strategico) del *risk appetite*, della *risk tolerance*, dei limiti di rischio, delle politiche di governo dei rischi e dei processi di definizione e attuazione – richiede un esercizio di puntuale

valutazione sia a livello generale (modello di *business*) sia a livello di portafoglio e singole *legal entity*, con la finalità di includere il tema in oggetto nella gestione dei rischi della banca e, in generale, accrescere l'attenzione verso la sostenibilità in tutto il perimetro aziendale. Tale attività si sostanzia, in via principale, nel:

- definire politiche e procedure adeguate nonché criteri per la valutazione della capacità di rimborso e del merito creditizio delle controparti, che scontino gli effetti dei fattori e dei rischi ESG;
- raccogliere informazioni e dati in merito ai rischi ESG associati alle singole controparti sia nella fase di erogazione del credito sia nell'intero ciclo di vita del rapporto;
- sviluppare metriche di monitoraggio del rischio a livello di esposizione, controparte e portafoglio, che esplicitino le caratteristiche ESG in base alla dimensione e alla complessità;
- gestire i rischi ESG quali *driver* dei rischi finanziari tradizionali, ovvero all'interno dei *framework* regolamentari di questi ultimi, in coerenza con il *risk appetite* e, di riflesso, nei *framework* ICAAP (Internal Capital Adequacy Assessment Process) e ILAAP (Internal Liquidity Adequacy Assessment Process) (EBA, 2020a; Comitato di Basilea, 2022).

In sintesi, l'inclusione di tali aspetti nel RAF richiede a cascata un aggiornamento di ICAAP, ILAAP e dei tradizionali sistemi di monitoraggio del credito, nonché delle politiche di remunerazione, con una oculata attività di pianificazione dei rischi e del capitale, quale componente integrante del *risk management* (TCFD, 2018; BCE, 2020; Comitato di Basilea, 2022).

Ne consegue che i riflessi nell'ambito di ICAAP e ILAAP necessitano di modifiche e integrazioni in termini di (i) rischi mappati, (ii) ruoli e responsabilità nella *governance*, (iii) definizione di un modello di *business* che sia in linea con le linee strategiche relative ai nuovi rischi considerati e (iv) valutazione circa l'adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica. Al riguardo, l'inclusione nei processi operativi si caratterizza per una non banale onerosità, stante la necessità di affiancare all'individuazione di tali rischi anche metodologie di valutazione del grado di allineamento del proprio portafoglio crediti ai nuovi obiettivi di sostenibilità, con una contestuale trasparenza in merito ai rischi afferenti a specifici settori, in un contesto caratterizzato da carenza informativa e magmaticità normativa (AIFIRM, 2021).

Il tema della carenza informativa risulta essere la principale limitazione in merito alla corretta valorizzazione dei rischi di sostenibilità nell'ambito dei processi di governo del rischio. Sul punto l'EBA (2021b) sottolinea, con specifico riferimento al rischio di ambientale e climatico, quanto sia limitata e imperfetta la capacità degli istituti di credito nel classificare la clientela in funzione del loro rischio fisico e, al contempo, come tali valorizzazioni si basino su criteri qualitativi e soggettivi, frutto di prassi e norme consolidate in materia di indicatori e dati con conseguente impossibilità di costruire dei modelli di gestione solidi orientati nel lungo periodo.

Il tema in questione, ovvero di una base dati sufficientemente profonda tale da consentire un effettivo apprezzamento del profilo di sostenibilità della clientela, è estremamente rilevante, soprattutto in una fase iniziale, come quella attuale.

Allo stato dell'arte, il fabbisogno informativo in questione è stato parzialmente affrontato da parte degli intermediari bancari in una duplice prospettiva, da un lato, per i profili di sostenibilità afferenti alle imprese di medio-grande dimensione, facendo affidamento anche a soggetti esterni agli intermediari bancari stessi (agenzie), dall'altro, per i contesti economici caratterizzati da una notevole predominanza di PMI e, dunque, sovente estranee al perimetro di valutazione dei soggetti esterni di cui sopra, avviando un lento e capillare processo di mappatura della clientela mediante l'utilizzo di metodologie qualitative sviluppate internamente. Le banche, quale combinato congiunto di tale attività di mappatura e dell'offerta di servizi di consulenza dedicati, hanno sicuramente il merito di aver avviato un processo di sensibilizzazione della propria clientela verso le tematiche in oggetto, evidenziando i potenziali rischi e le possibili opportunità afferenti alla sostenibilità.

A ciò, si aggiunge un ulteriore elemento degno di nota, ovvero il fattore temporale. La variabile temporale ha due principali implicazioni in quanto, da un lato, i modelli di apprezzamento dei rischi utilizzati dagli istituti si basano su dati storici (per esempio, quelli inerenti al calcolo della PD) e, dunque, difficilmente integrabili con gli elementi ESG, per i quali non vi è una sufficiente profondità storica, dall'altro, la pianificazione strategica considera intervalli temporali di breve-medio termine, laddove gli effetti dei rischi ESG potrebbero basarsi su un orizzonte di lungo (se non lunghissimo) termine. Al riguardo, si rileva altresì che gli impatti dei rischi ESG sono connaturati, più che quelli di natura tradizionale, da una elevata incertezza circa l'*an* e, se del caso, del *quantum*.

Insomma, il contesto è tutt'altro che agevole, essendo la sostenibilità contraddistinta da una considerevole alea e dinamicità, con questioni rilevanti in merito alla relativa valorizzazione nei differenti processi della banca.

Nella figura che segue si rappresentano sinteticamente i riflessi dei rischi di sostenibilità sui rischi tradizionali.

Figura 10 – Rischi ESG (climatici, ambientali) e rischi tradizionali

Rischi	Fisici		Transizione	
	Climatici	Ambientali	Climatici	Ambientali
	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Eventi meteorologici estremi</i> • <i>Condizioni meteorologiche croniche</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Stress idrico</i> • <i>Scarsità di risorse</i> • <i>Perdita di biodiversità</i> • <i>Inquinamento</i> • <i>Altro</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Politiche e regolamentazione</i> • <i>Tecnologia</i> • <i>Fiducia dei mercati</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Politiche e regolamentazione</i> • <i>Tecnologia</i> • <i>Fiducia dei mercati</i>
Rischio di credito	Le stime della PD e LGD delle esposizioni verso settori o aree geografiche vulnerabili ai rischi fisici possono risentire, ad esempio, di un decremento del valore delle garanzie reali nei portafogli immobiliari per effetto di un rischio di inondazioni più elevato.		Gli <i>standard</i> di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e, dunque, una minore redditività, con un possibile incremento della PD e decremento delle garanzie reali.	
Rischio di mercato	Gravi eventi fisici potrebbero determinare una variazione delle aspettative dei mercati con possibili effetti negativi in termini di rischio, volatilità e valore.		I fattori di rischio di transizione potrebbero generare l'improvvisa ridefinizione del prezzo degli strumenti finanziari (titoli e derivati), ad esempio per i prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili.	
Rischi operativi	L'operatività della banca potrebbe subire interruzioni a causa di danni materiali a immobili, filiali e centri di elaborazione dati a seguito di eventi meteorologici estremi.		L'evoluzione della sensibilità dei consumatori riguardo ai temi ambientali e climatici può indurre rischi reputazionali e di responsabilità legale per la banca, quale effetto di politiche di impiego in attività ritenute ambientalmente controverse.	
Altri rischi (liquidità, business model)	L'impatto sul rischio di liquidità può concretizzarsi nel caso in cui la clientela effettui un ritiro di fondi dai propri conti per far fronte alla riparazione di danni.		I fattori di rischio di transizione possono influire sulla sostenibilità economica di alcuni rami di attività e provocare un rischio strategico per determinati modelli imprenditoriali in mancanza di adeguate politiche di diversificazione. L'improvvisa ridefinizione del prezzo dei titoli, causata ad esempio da attività non recuperabili, potrebbe ridurre il valore delle attività liquide di elevata qualità della banca, con un conseguente effetto negativo sulle riserve di liquidità.	

Fonte: adattato da BCE (2020).

Procedendo con ordine in merito al rischio di credito, gli intermediari bancari dovrebbero valorizzare i rischi di sostenibilità nell'ambito dei processi di apprezzamento del merito creditizio della clientela nelle fasi di erogazione e monitoraggio, in considerazione del fatto che i rischi di sostenibilità possono avere un effetto sulle capacità di rimborso dei soggetti affidati e, dunque, sulla probabilità di *default* (PD) e sulla maggior perdita in caso di inadempienza (LGD) degli stessi, nonché, conseguentemente, sulle perdite attese e inattese, sugli *impairment* e sugli accantonamenti prudenziali (Porretta, 2021). Il tutto con riflessi sul prezzo del credito.

Al riguardo, la PD potrebbe essere negativamente influenzata dal mutamento delle disposizioni normative in merito alle caratteristiche di determinati prodotti (o ai sottesi processi produttivi), rendendoli dunque non più conformi ai principi di sostenibilità. Ne consegue che l'impresa affidata potrebbe registrare una contrazione dei volumi e,

in ultimo, a parità di prezzo, del fatturato, con conseguenti potenziali difficoltà al momento del rimborso. Al contempo, anche la LGD potrebbe essere negativamente influenzata, in un orizzonte temporale di medio-lungo termine, per effetto del depauperamento dei beni posti in garanzia.

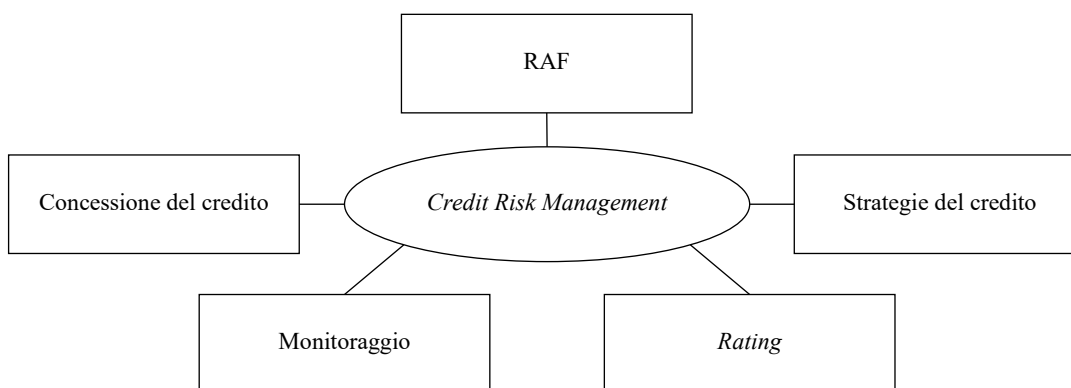
Le linee guida EBA (2020b) esplicitano il ruolo dei fattori ambientali nei processi di “*loan origination and monitoring*”, suggerendo che fattori ESG e i connessi rischi siano inclusi nelle politiche di erogazione e monitoraggio del credito (e di gestione del corrispondente rischio), ovvero nelle relative strategie e politiche di affidamento.

Al riguardo, Palmieri *et al.* (2022) evidenziano come la presenza di elevate *performance* ESG dei soggetti affidati ha un effetto mitigativo sul rischio di credito associato agli stessi, con un marcato abbattimento delle PD (per orizzonti temporali a due e tre anni) delle imprese appartenenti a settori maggiormente sensibili alle tematiche ambientali.

Con riferimento alle politiche di gestione del rischio di credito, i fattori ESG e i connessi rischi si riflettono su:

- RAF: mediante l’inclusione di elementi quali-quantitativi inerenti alla sostenibilità per la definizione di limiti nell’assunzione dei rischi al fine di cogliere le opportunità adeguando dinamicamente l’allocazione del capitale;
- strategie del credito: mediante la segmentazione della clientela sulla base dei fattori ESG e l’erogazione di prodotti/servizi dedicati;
- *rating*: mediante l’assegnazione di *rating* creditizi che valorizzino le informazioni quali-quantitative inerenti ai fattori ESG delle controparti;
- monitoraggio: mediante l’elaborazione di prospetti di rendicontazione che valorizzino l’esposizione ai rischi ESG anche mediante l’adozione di specifici KPI;
- concessione del credito: mediante l’inclusione nelle politiche di concessione del credito di specifici elementi ESG (ad esempio, esclusione di determinati settori, possesso di determinati requisiti).

Figura 11 – *Credit Risk Management* e fattori ESG



Fonte: nostra elaborazione

In considerazione di quanto poc'anzi rappresentato, la valorizzazione del profilo di sostenibilità (in una prospettiva di materialità) della clientela nell'ambito della valutazione del merito creditizio interessa tanto la fase di erogazione quanto quella di monitoraggio, con un approccio generale, a livello di portafoglio, e specifico, a livello di singola posizione (controparte).

Quanto all'approccio generale, l'EBA (2021a) richiede agli istituti di credito di valutare il grado di allineamento del proprio portafoglio crediti alle tematiche di sostenibilità, identificando specifiche metodologie. Ciò posto, in considerazione di quanto sopra argomentato in merito al fabbisogno informativo, al tempo e all'incertezza, tali metodologie dovranno necessariamente essere sottoposte a periodici processi di revisione e valutazione di adeguatezza.

Le autorità di vigilanza individuano tre distinti approcci metodologici per la valutazione dei rischi di sostenibilità (in particolar modo climatici):

- Portfolio Alignment Method: approccio metodologico che apprezza il grado di allineamento del portafoglio rispetto agli obiettivi di sostenibilità globali;
- Risk Framework Method: approccio metodologico che considera l'influenza dei rischi di sostenibilità sul profilo di rischio del portafoglio e sugli indicatori di rischio tradizionali;
- Exposure Method: approccio metodologico che valorizza l'andamento delle singole esposizioni e delle controparti circa i fattori di sostenibilità (EBA, 2021a).

In ordine alla fase di erogazione del credito, le tradizionali politiche di impiego, guidate da obiettivi di rischio definiti e ampiamente consolidate circa la segmentazione della clientela, dovrebbero essere integrate al fine di apprezzare il rischio di sostenibilità (secondo una prospettiva di materialità).

Ciò posto, gli istituti possono effettuare una segmentazione del proprio portafoglio sulla base dei metodi precedentemente elencati (anche in combinazione tra gli stessi), ovvero (i) operare delle scelte strategiche di investimento (o disinvestimento) in attività non allineate con i principi sanciti dalla Tassonomia Europea (Portfolio Alignment Method), (ii) individuare i settori maggiormente esposti al rischio di sostenibilità e, conseguentemente, indirizzare le proprie scelte di composizione del portafoglio verso settori a contenuto rischio di sostenibilità (Risk Framework Method) e/o (iii) valutare il rischio di sostenibilità del singolo cliente in funzione del settore di appartenenza (Exposure Method).

In aggiunta, gli istituti, oltre a effettuare delle valutazioni a livello di portafoglio, dovrebbero considerare, anche relativamente al settore di afferenza, la rischiosità circa le tematiche in oggetto a livello di singola posizione (controparte), ovvero considerare i possibili impatti dei rischi di sostenibilità sulla situazione economico-finanziaria del cliente, oltreché sul valore dei beni posti in garanzia (AIFIRM, 2021).

In ordine alla fase di gestione e monitoraggio, le banche, ai sensi di quanto definito dalle autorità di vigilanza, *“dovrebbero monitorare e gestire i rischi di credito*

nell'ambito dei loro portafogli, in particolare tramite l'analisi della concentrazione settoriale/geografica/per singole controparti, comprese le concentrazioni di rischio di credito derivanti dai rischi climatici e ambientali, nonché ricorrendo a limiti alle esposizioni o strategie di riduzione del grado di leva finanziaria” (BCE, 2020, pag. 38), nonché “sviluppare le proprie capacità di monitoraggio insieme alle metriche e ai limiti elaborati ai fini della governance dei dati e della determinazione della propensione al rischio” (BCE, 2020, pag. 38).

Ne consegue che le procedure tradizionali di monitoraggio del credito, fondate su sistemi di rilevazione volti a catturare tempestivamente eventuali criticità, potrebbero essere integrate con i fattori di sostenibilità, mediante l'utilizzo di metriche qualitative elaborate dalla banca stessa o da *provider* esterni, al fine cogliere eventuali/ulteriori segnali di deterioramento delle posizioni.

Le fasi di erogazione e di gestione e monitoraggio rivestono un ruolo centrale anche con riguardo alle potenziali iniziative di sostenibilità che l'impresa cliente intende perseguire. Al riguardo, la concessione del credito verso soggetti e iniziative sostenibili potrà essere promossa, a fronte del rispetto di specifiche previsioni contrattuali a livello di rapporto (*covenant* di sostenibilità) e di controparte (monitoraggio periodico del profilo di sostenibilità complessiva), da condizioni economiche maggiormente favorevoli.

Quanto al rischio di mercato, il rischio di sostenibilità può manifestarsi, anche a seguito di mutamenti normativi e/o regolamentari, per il tramite di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni) detenuti in portafoglio e afferenti a imprese qualificabili (o percepite) come non sostenibili od operanti in settori qualificabili (o percepiti) come non sostenibili. Al riguardo, il rischio di sostenibilità può dunque tradursi in una perdita di valore di tali strumenti, in una maggiore volatilità *mark-to-market* (MTM), in un incremento delle massime perdite potenziali apprezzabili mediante il *Value at Risk* (VaR) e dell'*expected shortfall* (ES).

In tale ambito, l'intermediario dovrebbe (i) integrare le politiche sugli investimenti con i gli obiettivi di sostenibilità, (ii) definire la porzione di portafoglio da dedicare agli investimenti sostenibili, (iii) definire dei prodotti di investimento in linea con gli obiettivi ESG (anche strumenti derivati) e (iv) integrare i dati inerenti ai fattori ESG nei modelli di *pricing* degli strumenti finanziari (Porretta, 2021).

Quanto al rischio di liquidità, il rischio di sostenibilità potrebbe impattare sulla disponibilità e stabilità delle fonti di finanziamento, ovvero sul *funding plan*, sulla concentrazione delle fonti e sul *roll-over* delle stesse e quindi sul Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities (MREL). In tal senso, il rischio di sostenibilità avrebbe effetto sul valore degli *asset encumbrance*, sulle riserve di liquidità, sugli High Quality Liquid Assets (HQLA), sul Liquidity Coverage Ratio (LCR) e sul Net Stable Funding Ratio (NSFR), sui *liquidity gap* strutturali, sul *mismatching* delle scadenze (e quindi sul rischio di tasso di interesse del *banking book*) e sull'ILAAP in generale.

Quanto al rischio operativo, inteso quale rischio di perdite conseguenti all'interruzione della operatività aziendale per motivazioni legate a eventi climatici estremi, il rischio di sostenibilità potrebbe impattare sulla continuità aziendale stessa, e dunque su costi di assicurazione, perdite operative e requisiti patrimoniali ⁽¹⁷⁾. Anche tali effetti debbono essere dunque integrati nell'ambito dell'ICAAP (Porretta, 2021).

In merito a quanto sin qui rappresentato, si richiamano le limitazioni sopra evidenziate inerenti al fabbisogno informativo, al tempo e all'incertezza del fenomeno, tali per cui i modelli di apprezzamento dei rischi utilizzato dagli istituti si basano su dati storici (per esempio, quelli inerenti al calcolo della PD) e, dunque, difficilmente integrabili con gli elementi ESG, per i quali non vi è una sufficiente profondità storica. Al riguardo, con riferimento al rischio di credito, soventemente le mappature del profilo di sostenibilità della clientela, effettuate dal singolo istituto di credito o da *provider* esterni, vengono riflesse come una calibrazione *judgemental* rispetto al *rating* creditizio quantificato mediante l'utilizzo dei modelli disciplinati dalla vigilanza.

Ciò posto, appare evidente che il perseguimento delle attività sopra rappresentate richieda l'adozione di un approccio olistico che consideri in primo luogo una diffusione di una cultura del rischio che valorizzi i rischi ESG a livello di *governance* e, di riflesso, sull'intero perimetro operativo dell'impresa finanziaria (ad esempio, *policy e disclosure* al mercato).

In particolare, sul tema si richiamano le attese della BCE (2020) nell'ambito della pianificazione strategica, ovvero di:

- promuovere una cultura del rischio che consideri anche i rischi di sostenibilità;
- analizzare l'impatto del rischio climatico e ambientale sul contesto in cui operano nel breve, medio e lungo periodo, al fine di assumere decisioni informate nella definizione della strategia aziendale;
- condurre delle valutazioni che abbraccino un orizzonte temporale di medio-lungo termine;
- definire strategie inerenti al rischio ambientale per i diversi portafogli creditizi e di negoziazione;
- definire indicatori di *performance* per ogni declinazione di rischio ambientale a livello anche di attività e portafogli;
- integrare i rischi climatici nell'ambito dei quadri di riferimento in materia di *governance* e propensione al rischio.

In sintesi, gli interventi normativi e regolamentari hanno quale scopo ultimo quello di (i) limitare il livello di rischio assunto dalle banche, (ii) allineare gli interessi delle banche e dei loro *stakeholder*, (iii) massimizzare il grado di trasparenza per

⁽¹⁷⁾ Al riguardo, si considerino i benefici gestionali e patrimoniali conseguenti alla sottoscrizione di polizze assicurative, quali fattori di mitigazione nell'ambito della determinazione dei requisiti prudenziali apprezzati mediante il modello interno validato *advanced measurement approach* (AMA).

contenere i costi di transazione e (iv) promuovere un sistema finanziario credibile e solido (Ekanayake *et al.*, 2009).

In tale contesto, anche alla luce delle *survey* condotte da diverse entità nazionali e sovranazionali, si evidenzia come il tema della sostenibilità (in particolare dal punto di vista ambientale e climatico) presenti ancora numerose sfide strategico-operative di non semplice risoluzione.

Un ruolo centrale nell'affrontare tali sfide nel prossimo futuro è demandato alla *governance*, che deve guidare l'impresa (bancaria e non) verso la persecuzione di un successo sostenibile, inteso quale “*obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*” (Comitato per la Corporate Governance, 2020).

Al riguardo, una delle sfide più significative, considerato quanto altresì definito dal Comitato di Basilea (2022), riguarda la modifica dei processi di ICAAP e ILAAP, al fine di renderli quanto più coerenti con la pianificazione strategica complessiva, arricchita da obiettivi ESG.

Quanto al processo ICAAP, questo dovrebbe prevedere:

- integrazione della descrizione del modello di *business* con le linee strategiche inerenti ai rischi ESG, anche mediante l'utilizzo di *stress test* volti a valutare i possibili impatti di suddetti rischi sul *business model* nel medio-lungo termine (Aiello e Angelico, 2022; Angelico *et al.*, 2022, Faiella *et al.*, 2022)⁽¹⁸⁾;
- integrazione dei rischi “mappati” con i rischi ESG;
- integrazione dell'ICAAP *governance* con una declinazione sistematica di ruoli e responsabilità degli organi e delle funzioni deputate all'attuazione del *framework* di sostenibilità;
- integrazione dei rischi ESG nella valutazione dell'adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica, con evidenza della prospettiva (i) economica, circa i possibili impatti sul valore economico della banca e il livello di capitale e (ii) normativa, circa i potenziali riflessi sui coefficienti patrimoniali regolamentari;
- revisione periodica del processo ICAAP, al fine di verificare se le metodologie e i processi interni abbiano condotto a risultati validi rispetto alla situazione corrente e alle evoluzioni future degli eventi relativi ai rischi ESG (Porretta, 2021).

In aggiunta, riprendendo quanto già ampiamente argomentato in merito ai *framework* di rendicontazione non finanziaria, si affianca un'altra sfida considerevole inerente alla redazione della comunicazione non finanziaria ai sensi della CSRD, che,

⁽¹⁸⁾ Gli *stress test*, assumendo un approccio *forward-looking*, consentono di effettuare delle analisi di scenario trasversali sul portafoglio degli intermediari e rappresentano, dunque, lo strumento più adeguato a valutare i rischi climatici (Aiello e Angelico, 2022; Faiella *et al.*, 2022).

a partire dal 2023, richiederà alle banche, da un lato, di incrementare la qualità, quantità e comparabilità delle informazioni (anche mediante l'utilizzo di KPI che esprimano la percentuale di allineamento alla Tassonomia Europea) e, dall'altro, di valorizzare la mole informativa sulla sostenibilità derivante dall'ampliamento della platea dei soggetti obbligati alla rendicontazione.

Nel caso delle banche italiane, Angelico *et al.* (2022) evidenziano come rispetto agli anni passati è cresciuta la consapevolezza e l'attenzione sui rischi afferenti ai cambiamenti climatici, ma rimane ancora insufficiente la diffusione di buone pratiche per la completa integrazione nelle strategie aziendali. Si rendono ancora necessari notevoli sforzi in merito alla valutazione degli impatti climatici sul sistema finanziario, che sconta una scarsa disponibilità di informazioni e una seria difficoltà nell'apprezzare gli effetti trasversali degli impatti ambientali sull'economia reale e sul sistema finanziario ⁽¹⁹⁾.

Il panorama è assai eterogeneo, in quanto le banche di maggiore dimensione risultano essere più avanti rispetto alle banche di credito cooperativo, anche in considerazione del fatto che alcune di esse sono coinvolte negli esercizi avviati dal meccanismo di vigilanza unico (Angelico *et al.*, 2022).

Insomma, il quadro descritto è articolato. La sostenibilità costituisce la naturale evoluzione del modello culturale di impresa, nella quale i diversi strumenti (in particolar modo, la NFRD e la susseguente proposta CSRD) non rappresentano semplicemente un adempimento normativo ma un'occasione per rinsaldare il rapporto fiduciario che lega per sua natura la banca con i propri *stakeholder*.

Come evidenziato dal Rutigliano (2020), il contesto non aiuta, in quanto, da un lato, la trasformazione dell'industria bancaria non agevola le condizioni di ripristino delle condizioni favorevoli di partenza, dall'altro, le autorità di vigilanza continuano a considerare prioritari il capitale e il rispetto dei requisiti prudenziali, mentre il legame con il territorio non è più ritenuto un motivo sufficiente per sostenere un modello di intermediazione "tradizionale". Contestualmente, le banche, sempre di più pressate dal vincolo della concorrenza e dei requisiti, hanno la necessità di riporre maggiore centralità al loro rapporto con gli *stakeholder* e alla soddisfazione delle istanze mosse da questi ultimi, ormai non più di natura meramente economica ⁽²⁰⁾.

Ne emerge un fatto, il rispetto dei requisiti prudenziali è un fattore necessario ma non sufficiente per il ripristino dei valori fondamentali su cui si deve fondare l'attività d'impresa per raggiungere la sostenibilità, in un contesto in cui il contributo degli *stakeholder* (*engagement*) è fondamentale per costruire nuove strategie (Rutigliano,

⁽¹⁹⁾ Al riguardo, si richiama quanto già rappresentato in merito alla centralità dell'innovazione tecnologica e della qualità e comparabilità delle informazioni per l'effettiva transizione verso un'economia sostenibile.

⁽²⁰⁾ La CONSOB, nel documento "*Report on non-financial reporting of Italian listed companies*" pubblicato nel mese di giugno 2022, evidenzia come nel 2021 sia aumentato il numero di emittenti che hanno utilizzato piattaforme di *stakeholder engagement* per affinare le proprie analisi di materialità e attivato sistemi per la raccolta di dati non finanziari (CONSOB, 2022b).

2020). In aggiunta, gli orientamenti della autorità di vigilanza sul tema in questione, ovvero di valorizzazione della sostenibilità nei contesti sopra rappresentati, si scontra una limitazione oggettiva: il fabbisogno informativo.

In conclusione su quanto sin qui argomentato, le imprese finanziarie debbono continuare a coltivare una progressiva sintonia con gli *stakeholder*, ricercando una convivenza tra la dimensione industriale e la dimensione sostenibile (che spinge alla differenziazione anche valoriale rispetto alla concorrenza). Tale convivenza può essere complicata ma è feconda, e necessita, dunque, di essere costantemente nutrita di attenzione ai contesti e di spunti innovativi.

3.3 Disamina della letteratura accademica

Data l'attualità e l'ampiezza del tema, la sostenibilità si presenta come un fenomeno complesso su cui esiste una vasta letteratura accademica, come testimoniano i numerosi e variegati contributi pubblicati.

In particolare, come evidenziato da Galletta *et al.* (2022), gli studi hanno registrato una evoluzione focalizzandosi, dapprima, sulla relazione tra l'operatività delle banche e la dimensione sociale ed etica e, successivamente, sulla dimensione ambientale. Quest'ultima risulta oggi essere preponderante alla luce della crescente sensibilizzazione circa il ruolo (diretto e indiretto) assunto dalle imprese finanziarie in merito al cambiamento climatico.

A tal proposito, i contributi della letteratura circa l'integrazione della sostenibilità nel processo di formulazione e implementazione strategica delle banche – recentemente incoraggiata anche dalle autorità di vigilanza (ad esempio, EBA, 2021a) – possono essere convenzionalmente classificati nei seguenti filoni di ricerca, non esenti da sovrapposizioni:

- *corporate governance*;
- politiche di gestione del rischio;
- politiche di raccolta e impiego;
- *performance* economico-finanziarie.

Procedendo con ordine in merito al filone della *corporate governance*, la letteratura accademica ha posto particolare enfasi sull'indagine delle relazioni intercorrenti tra i fattori ESG e l'articolazione del sistema di *corporate governance*, in quanto correlato a tematiche di *performance*, valutazione d'azienda (Cremona e Passador, 2019) e *disclosure* (Baldini *et al.*, 2018).

In particolare, l'efficace implementazione dei fattori ESG nell'ambito dei processi strategico-operativi è strettamente dipendente dalla capacità del *management* di declinare delle politiche volte a creare e sviluppare una cultura aziendale innestata sulla sostenibilità e su valori etici condivisi (Sethi, 2002; Baldini *et al.*, 2018; Birindelli e Iannuzzi, 2019; Cremona e Passador, 2019).

Un'efficace *disclosure* sulle tematiche in oggetto sembra determinare un miglioramento reputazionale (Gray *et al.*, 1995; Li *et al.*, 2010; Vanhamme *et al.*,

2012), della fiducia da parte degli *stakeholder* (Carnevale e Mazzuca, 2014) e, in ultima istanza, costituire la fonte di un possibile vantaggio competitivo (Aguilera *et al.*, 2006; Money e Schepers, 2007; Gill, 2008; Kolk e Pinkse, 2010; Garcia-Torea *et al.*, 2016; Baldini *et al.*, 2018).

Alla luce del ruolo centrale assunto dalla *corporate governance* nell'implementazione delle pratiche di sostenibilità, la letteratura accademica ha posto particolare attenzione circa le caratteristiche strutturali della stessa, in termini di numerosità e presenza di amministratori indipendenti (Cheng e Courtenay, 2006; Patelli e Prencipe, 2007; Cucari *et al.*, 2018; García-Meca e Pucheta-Martínez, 2018), età media (Slater e Dixon-Fowler, 2009; Cucari *et al.*, 2018), genere (Cucari *et al.*, 2018; Galbreath, 2018; Birindelli e Iannuzzi, 2019; Cosma *et al.*, 2021) e presenza di eventuali comitati di sostenibilità (Kent e Monem, 2008; Peters e Romi, 2014; Liao *et al.*, 2015; Cucari *et al.*, 2018).

In particolare, la nomina di amministratori indipendenti e non esecutivi e/o la costituzione di comitati di sostenibilità sembrerebbe determinare un maggior grado di attenzione verso tematiche ambientali e sociali (Kent e Monem, 2008; Frías-Aceituno *et al.*, 2013; Peters e Romi, 2014; Liao *et al.*, 2015; Cucari *et al.*, 2018), ovvero una maggiore capacità di intercettare e rispondere, anche mediante la ricerca di punti di equilibrio tra aspettative plurime, alle istanze promosse dai diversi *stakeholder* (Cosma *et al.*, 2021).

Diversi contributi dottrinali evidenziano come vi sia una relazione, per il tramite di una estensione di conoscenze e competenze, tra la dimensione e composizione degli organi aziendali e la rappresentatività delle attese rivenienti dal contesto nei relativi processi decisionali. Nel dettaglio, una maggiore estensione dimensionale degli organi collegiali sembrerebbe riflettersi positivamente sulle *performance* di sostenibilità dell'impresa, quale risultante di un ampliamento di conoscenze e competenze prodromiche all'apprezzamento e alla valorizzazione dei bisogni e delle istanze degli *stakeholder* nei processi decisionali aziendali (Kaymak e Bektas, 2017; Cosma *et al.*, 2021). Tale lettura si inquadra con quanto affermato da Gangi *et al.* (2018), ovvero della sostenibilità quale punto di convergenza tra conoscenza ed esperienza.

Analoghe considerazioni sono da rintracciarsi con riguardo alla composizione degli organi aziendali in termini di genere. Shilton *et al.* (1996) evidenziano come il mancato equilibrio dello stesso nella composizione degli organi collegiali ha quale effetto potenziale un minor grado di sensibilità e attenzione alle istanze rivenienti dall'ambiente. Tali risultanze sono altresì corroborate da ulteriori studi sul tema (Konrad e Kramer, 2006; Adams e Ferreira, 2009; Kassinis *et al.*, 2016).

Come noto nell'ambito degli studi afferenti alla *corporate governance*, una considerevole attenzione viene rivolta agli incentivi espliciti al *management*, ovvero alla combinazione di elementi fissi e variabili della remunerazione. In particolare, questi ultimi, se ben disegnati, agganciandosi ai risultati conseguiti dall'impresa, incentivano comportamenti virtuosi volti alla creazione di valore dell'impresa (Bosi e Trento, 2012). Senza entrare nel merito dei copiosi studi sull'argomento, il ruolo della

remunerazione del *management* è stata altresì indagata nell'ambito del tema che qui ci occupa, anche a seguito degli impulsi provenienti dalla vigilanza ⁽²¹⁾. Nel dettaglio, diversi contributi, evidenziano come sussista una relazione positiva tra *performance* di sostenibilità e remunerazione del *management* (Callan e Thomas, 2011; Claasen e Ricci, 2015; Velte, 2016).

In aggiunta su quanto sin qui evidenziato, Cosma *et al.* (2021) sottolineano come, a seguito dell'introduzione della Direttiva 2014/95/UE (NFRD) che ha reso obbligatoria la rendicontazione non finanziaria per le banche europee, non vi sia stato un significativo miglioramento dello *stakeholder engagement*, ovvero di coinvolgimento effettivo nei processi decisionali aziendali delle istanze (materiali) promosse dai diversi portatori di interesse.

Alla luce di quanto sin qui argomentato, un fatto pare opportuno sottolineare: il progressivo orientamento verso un modello di intermediazione finanziaria sostenibile volto a promuovere una crescita economica che sia in linea con le istanze (sociali e normative) promosse dai diversi *stakeholder* necessita di una valorizzazione delle stesse nell'ambito dei processi strategici e operativi delle imprese, ovvero, in altri termini, di una transizione da una mera rendicontazione (*disclosure*) a un'effettiva valorizzazione di dette istanze (*engagement*). Ciò detto, risulterà di particolare interesse indagare l'evoluzione di tale passaggio a seguito dell'introduzione della CSRD che, come già argomentato nel presente lavoro, richiede una maggiore profondità e comparabilità delle informazioni fornite, nonché una estensione della platea dei soggetti coinvolti.

In merito al filone inerente alle politiche di gestione del rischio, la letteratura accademica ha posto particolare attenzione alla relazione intercorrente tra la sostenibilità (in particolar modo di natura climatica e ambientale), e gli annessi rischi, e i rischi di natura tradizionale, nonché i connessi effetti sui requisiti patrimoniali e, in ultima istanza, sulla stabilità del sistema finanziario (Furrer *et al.*, 2012; Zeidan *et al.*, 2015; Buranatrakul e Swierczek, 2017; Thomä e Gibhardt, 2019) ⁽²²⁾. Al riguardo, un

⁽²¹⁾ Al riguardo, il nuovo "Codice di Corporate Governance" rilasciato dal Comitato per la Corporate Governance nel mese di gennaio 2020 evidenzia come l'integrazione della sostenibilità nella definizione delle strategie, nelle politiche di remunerazione degli amministratori e nel sistema di controllo interno e gestione dei rischi, siano imprescindibili per la creazione di valore nel lungo periodo (Comitato per la Corporate Governance, 2020; Boccuzzi, 2021). Nella prassi, il contesto italiano delle società quotate evidenzia come la pratica di collegare i compensi alle *performance* non finanziarie stia diventando sempre più diffusa. In particolare, la CONSOB (2021a) rileva che nel 2019, le imprese quotate sul FTSE MIB che prevedono una remunerazione sostenibile sono circa il 79% mentre il 43% sul Mid Cap. Solitamente si tratta di imprese prevalentemente di maggiori dimensioni operanti nel settore finanziario (34% del settore), industriale (28% del settore) e dei servizi (21% del settore).

⁽²²⁾ Sul punto si richiama a quanto già argomentato in merito al rischio di credito, in quanto i rischi di sostenibilità (in particolar modo quelli climatici) possono comportare un deterioramento della capacità di rimborso delle imprese affidate, con conseguente incremento della PD, una maggior LGD, anche per il tramite di un deterioramento (fisico) delle attività poste a garanzia, e, in via principale, un incremento degli *impairment* e degli accantonamenti prudenziali richiesti (Porretta, 2021).

effetto positivo dell'inclusione della sostenibilità nelle politiche di gestione del rischio è un obiettivo senz'altro desiderabile, in considerazione degli effetti positivi sulla leva finanziaria, sulla redditività del capitale e sui requisiti patrimoniali e, conseguentemente, nella realizzazione, stante il ruolo che rivestono gli intermediari nel cambiamento, di un'economia sostenibile.

Nel merito, tali studi hanno riguardato, in via principale, il rischio di credito e i connessi criteri di attribuzione dei *rating* (Weber, 2005; Weber *et al.*, 2010; Attig *et al.*, 2013; Birindelli *et al.*, 2015; Witold e McGlinch, 2019; Birindelli *et al.*, 2022), nonché le capacità di rimborso delle esposizioni delle controparti (Devalle *et al.*, 2017; Hanson *et al.*, 2017; Nguyen *et al.*, 2020; Palmieri *et al.*, 2022) in termini di flussi di cassa prospettici a servizio delle stesse.

Weber *et al.* (2010) evidenziano la sussistenza di una relazione positiva tra la valorizzazione del rischio ambientale delle imprese affidate e il *rating* del rischio di credito, con conseguenti miglioramenti in termini di condizioni contrattuali. Tali evidenze vengono altresì corroborate da Weber (2012), il quale, focalizzandosi sul rischio ambientale e di controparte e sui conseguenti effetti in merito alla gestione del rischio di credito su un campione di n. 6 banche canadesi nel periodo 2006-2009, evidenzia come la totalità delle stesse valorizzino sistematicamente i rischi ambientali nell'ambito dei processi di impiego.

Sullo stesso solco si colloca lo studio di Attig *et al.* (2013) che, riprendendo tali ricerche e indagando la relazione intercorrente tra responsabilità sociale e *rating* creditizio delle imprese, evidenziano come le agenzie di *rating* apprezzino le informazioni non finanziarie e le *performance* di sostenibilità delle imprese oggetto di valutazione. Tali risultanze vengono altresì corroborate da Devalle *et al.* (2017) che, esaminando la relazione intercorrente tra *performance* ESG e *rating* creditizio su un campione di n. 56 imprese quotate italiane e spagnole, evidenziano un'influenza dei fattori ESG (in particolare, sociali e di *governance*) sul *rating* del credito.

Ciò posto, Birindelli *et al.* (2015), costruendo un modello di *rating* etico multidimensionale per un campione di n. 30 banche europee, sottolineano che se da un lato le imprese bancarie presentano un crescente grado di sensibilità e apprezzamento della sostenibilità nell'ambito delle strategie gestionali e organizzative, dall'altro sussistono scostamenti considerevoli tra la prassi e i *desiderata* delle autorità di vigilanza. Al riguardo, l'integrazione della sostenibilità nella valutazione del merito creditizio dei soggetti affidati, quale estensione del bagaglio informativo a elementi non finanziari, consente di apprezzare con maggiore accuratezza la capacità degli stessi di generare valore e rispondere a eventuali passività latenti di natura sociale e ambientale potenzialmente impattanti sull'operatività e sulla capacità di rimborso (Tami, 2013; Devalle *et al.*, 2017; Hanson *et al.*, 2017). Tali risultanze vengono altresì corroborate da Birindelli *et al.* (2022), che evidenziano come le banche che presentano un'elevata consapevolezza circa le tematiche di sostenibilità ambientale registrano un conseguente effetto positivo sul proprio portafoglio crediti. In aggiunta, tale consapevolezza è positivamente connessa con il contesto di riferimento nelle quali le

banche si collocano, ovvero all'attenzione riposta verso le tematiche in oggetto da parte delle istituzioni dei paesi nei quali gli intermediari sono ubicati.

Le influenze inerenti dal contesto geografico-normativo di riferimento erano state già approfondite da Hoepner *et al.* (2016) che, indagando gli effetti della sostenibilità aziendale e del paese sugli *spread* applicati ai prestiti bancari su un campione di n. 470 contratti di prestito di n. 28 paesi nel periodo 2005-2012, sottolineano come la *performance* di sostenibilità del paese di riferimento (in via principale quelle di natura ambientale) influenzi le condizioni contrattuali (economiche) dei finanziamenti accordati. Nello stesso solco si colloca lo studio di Barth *et al.* (2021), che evidenzia come l'integrazione delle variabili ESG sul merito creditizio risulti essere maggiormente accentuato per le imprese europee che non in quelle americane. Tali risultanze richiamano *tout court* quella prospettiva della letteratura che asserisce che le *performance* di sostenibilità siano maggiormente accentuate nei paesi basati su un sistema giuridico *civil law* che non in quelli *common law*, ovvero in contesti normativi nei quali vige una consolidata tutela degli interessi degli *stakeholder* (Palmieri *et al.*, 2022).

Quanto al filone delle politiche di raccolta e impiego, la letteratura accademica ha posto particolare attenzione alla crescente rilevanza dei fattori ESG per depositanti e investitori, nonché ai conseguenti effetti sulla struttura della raccolta delle banche. Quest'ultima risulta, infatti, strettamente connessa alla dimensione esterna, ovvero alla relazione fiduciaria intessuta tra l'istituto e il contesto di riferimento (Gangi *et al.*, 2019). Ne consegue che l'implementazione di pratiche di sostenibilità consonanti con le aspettative e le istanze che convergono sull'impresa bancaria da parte dell'ambiente esterno può dare luogo alla costituzione di una sorta di *asset* intangibile (Marsat e Williams, 2014; Edmans, 2022) mutuabile potenzialmente in un vantaggio competitivo (Wu e Shen, 2013).

Nel filone in questione, particolare interesse riveste lo studio condotto da Wu e Shen (2013) che evidenzia come l'implementazione di fattori ESG nell'ambito dei processi decisionali-strategici della banca possa dare luogo, per via di un minor grado di elasticità della domanda ai prezzi, a un miglioramento del margine di interesse quale combinato effetto di una propensione delle diverse controparti, da un lato, ad accettare e corrispondere un tasso di interesse maggiore sugli impieghi e, dall'altro, a richiedere un tasso di interesse inferiore sulla raccolta, quale risultante di un consolidamento del rapporto fiduciario intessuto con l'intermediario. Ne consegue di riflesso, a fronte della percezione di un maggior grado di affidabilità, un miglioramento del margine di intermediazione e della qualità del credito.

Particolarmente florido di contributi, anche in considerazione dell'attenzione riposta dalle imprese industriali e non in una mera logica di condotta-risultati, risulta essere il tema delle politiche di impiego, intimamente connesso con quanto già argomentato in merito al filone avente ad oggetto le politiche di gestione del rischio e, più in generale, con quanto descritto in merito alla relazione intercorrente tra i rischi di sostenibilità e i rischi tradizionali. Nel dettaglio, la letteratura accademica evidenzia

come l'implementazione delle pratiche di sostenibilità nell'ambito dei processi decisionali (e i connessi processi virtuosi di *disclosure* non finanziaria) delle imprese possano incidere positivamente sull'affidabilità creditizia delle stesse, con conseguenti costi di finanziamento inferiori (Goss e Roberts, 2011; Chen *et al.*, 2021; Cai e He, 2022), un migliore apprezzamento del merito creditizio (Weber *et al.*, 2010; Attig *et al.*, 2013) e *credit default swap spread* più contenuti (Witold e McGlich, 2019).

Di contro, in merito alle condizioni di finanziamento, le imprese che presentano delle *performance* di sostenibilità contenute possono registrare un deterioramento delle capacità di rimborso (PD ed LGD), ovvero maggiori costi di finanziamento, scadenze più prossime e la richiesta di maggiori garanzie (Chen *et al.*, 2021; Cai e He, 2022).

In merito a quanto sin qui argomentato circa le politiche di impiego, Thomä e Gibhardt (2019) sottolineano come l'introduzione di *green supporting factor* (riduzione della ponderazione al rischio per attività considerate sostenibili) e di *brown penalty* da parte delle autorità di vigilanza potrebbero determinare, da un lato, una riduzione dei requisiti patrimoniali richiesti e, dall'altro, una riduzione delle attività di impiego verso settori/iniziativa aventi un grado di sostenibilità contenuto.

Quanto sin qui argomentato trova altresì riscontro con quanto già evidenziato in termini di capacità di rimborso delle esposizioni, ovvero di flussi di cassa prospettici a servizio delle stesse (Devalle *et al.*, 2017; Hanson *et al.*, 2017; Nguyen *et al.*, 2020; Palmieri *et al.*, 2022).

In ultimo, appare degno di nota, il contributo di Cai e He (2022), i quali, indagando la relazione tra le *performance* di sostenibilità ambientali delle imprese affidate e le condizioni contrattuali dei finanziamenti accordati a queste ultime, mediante una metodologia quali-quantitativa avente ad oggetto i *report* di sostenibilità di tali imprese e n. 11.538 contratti di finanziamento sottoscritti nel periodo 1993-2018, corroborano le risultanze sin qui rappresentate e, in particolar modo, sottolineano il ruolo positivo delle banche nello stimolare comportamenti sostenibili virtuosi sia mediante le politiche di impiego sia attraverso servizi collaterali che consentono di identificare e prevenire l'insorgenza di possibili passività afferenti condotte poco sostenibili (in particolar modo ambientali).

Il quarto e ultimo filone avente ad oggetto la relazione intercorrente tra sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie, nel quale si colloca altresì il presente lavoro, ha registrato, come testimonia la mole di contributi pubblicati nel recente passato, una particolare attenzione da parte della letteratura accademica.

Gli studi in materia possono essere idealmente differenziati, oltre che sul piano metodologico e delle conseguenti risultanze, anche sulla base dell'orizzonte temporale, ovvero prima, dopo e a cavallo della crisi economico-finanziaria del 2007-2009, e del contesto geografico e normativo di riferimento.

Nella figura che segue si rappresentano i principali contributi accademici, aventi ad oggetto la relazione che qui ci occupa, con evidenza delle (i) caratteristiche del

campione (contesto geografico, numerosità e periodo temporale dell'indagine), (ii) misure di sostenibilità impiegate, (iii) variabili dipendenti indagate e (iv) risultanze.

Figura 12 – Contributi accademici sulla relazione tra sostenibilità e *performance* economico-finanziarie

Riferimento	Campione			Misure Sostenibilità	Variabili dipendenti	Relazione
	Paese	N.	Periodo			
Wu e Shen (2013)	Multi (n. 22)	162	2003-09	ESG Rating	ROA, ROE, Margine di interesse, Commissioni nette	Positiva
Cornett <i>et al.</i> (2016)	USA	235	2003-13	ESG Rating	ROE	Positiva
Brogi e Lagasio (2019)	USA	848	2000-16	ESG score	ROA	Positiva
Nizam <i>et al.</i> (2019)	Multi (n. 75)	713	2013-15	MSCI Index	ROE	Positiva
Buallay <i>et al.</i> (2020)	Multi	59	2008-17	ESG score	ROA, ROE, Tobin's Q	Positiva
Soana (2011)	Multi	37	2005	ESG rating	ROA, ROE, Cost to Income, Market BV, P/BV, P/E	Assente
Buallay <i>et al.</i> (2019)	Multi (n. 80)	530	2008-17	ESG score	ROA, ROE, Tobin's Q	Negativa
Forgione <i>et al.</i> (2020)	Multi (n. 22)	131	2013-17	ESG score	Efficienza	Negativa
Miralles-Quiros <i>et al.</i> (2019a)	Multi (n. 31)	166	2010-15	ESG score	Tobin's Q	Mista
Miralles-Quiros <i>et al.</i> (2019b)	Multi (n. 20)	51	2002-15	ESG score	Prezzo azionario	Mista
Buallay (2019)	Europa	235	2007-16	ESG score	ROA, ROE, Tobin's Q	Mista
La Torre <i>et al.</i> (2021)	Europa (n. 14)	44	2008-19	ESG score	ROA, ROE, Tobin's Q, Cap./Book Value, EVA	Mista

Fonte: nostra elaborazione

Per ciò che concerne le risultanze di tali studi, si evidenzia come la relazione intercorrente tra la sostenibilità (e le sue singole componenti) e le *performance* economico-finanziarie sia talvolta positiva, talaltra negativa e talaltra ancora mista (Margolis *et al.*, 2009).

Seguendo tale ripartizione, gli studi che registrano risultati positivi sono riconducibili alla *value-enhancing theory*, ovvero alla sostenibilità come fonte di un vantaggio competitivo aziendale (Porter e Van Der Linde, 1995; Porter e Kramer, 2011) e di creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine (Miralles-Quiròs *et al.*, 2018), anche in considerazione di un miglioramento del rapporto fiduciario con gli *stakeholder* (Gray *et al.*, 1995; Aguilera *et al.*, 2006; Mackenzie, 2007; Money e Schepers, 2007; Gill, 2008; Bear *et al.*, 2010; Kolk e Pinkse, 2010; Li *et al.*, 2010; Vanhamme *et al.*, 2012; Wu e Shen, 2013) e del contenimento di eventuali passività potenziali (Waddock e Graves, 1997).

Al riguardo, Wu e Shen (2013), esaminando un campione di n. 162 banche ubicate in n. 22 paesi nel periodo 2003-2009, evidenziano una relazione significativa e positiva tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie, apprezzate tramite il ROA, il ROE, il margine di interesse e le commissioni nette. Nello stesso solco si colloca lo studio di Cornett *et al.* (2016) che, esaminando un campione di n. 235 banche

statunitensi nei periodi 2003-2007 (ante crisi economica-finanziaria) e 2010-2013 (post crisi economica-finanziaria), rilevano una relazione significativa e positiva tra sostenibilità e redditività (apprezzata tramite il ROE), con intensità differenti relativamente al periodo considerato e alla dimensione della banca. Gli intermediari bancari di maggiori dimensioni presentano congiuntamente, nel periodo di riferimento successivo al 2009, un miglioramento della sostenibilità e del ROE. Quest'ultimi perseguono, con maggiore intensità rispetto alle banche di dimensioni più contenute, finalità sostenibili (socialmente responsabili) richiedendo minori commissioni di deposito e, al contempo, offrendo servizi calibrati per la clientela a basso reddito.

Tali risultanze vengono altresì corroborate in parte da Nizam *et al.* (2019), i quali, analizzando un campione di n. 713 banche appartenenti a n. 75 paesi nel periodo di riferimento 2013-2015, se da un lato, evidenziano la sussistenza di una relazione significativa e positiva tra la sostenibilità ambientale e la redditività (apprezzata tramite il ROE), dall'altro, sottolineano come tale effetto è più marcato per gli intermediari bancari con minori dimensioni. Nella stessa direzione si colloca lo studio condotto da Brogi e Lagasio (2019) che, indagando un campione di banche quotate statunitensi nel periodo di riferimento 2000-2016, rilevano la sussistenza di una relazione positiva e statisticamente significativa tra la sostenibilità e la redditività operativa (apprezzata tramite il ROA).

Sullo stesso solco si colloca il contributo di Buallay *et al.* (2020), i quali, esaminando la relazione in oggetto in una prospettiva operativa (ROA), finanziaria (ROE) e di mercato (Tobin's Q) su un campione di n. 59 banche quotate nei paesi emergenti MENA (*Middle East e North Africa*) nel periodo di riferimento 2008-2017, rilevano la sussistenza di un significativo impatto della sostenibilità sul ritorno per gli azionisti (apprezzato tramite il Tobin's Q), con differenziazioni riconducibili alle caratteristiche specifiche dell'intermediario bancario e alla relativa ubicazione geografica.

Al riguardo, circa la creazione di valore per gli azionisti, Nguyen *et al.* (2020) evidenziano come la stessa si manifesti in un orizzonte temporale di medio-lungo termine non tanto in termini di magnitudine della redditività attuale o prospettica ma bensì con una minore volatilità (sistemica e idiosincratca) dei prezzi azionari. Ne consegue, riprendendo quanto già argomentato in apertura del presente lavoro circa la teoria di creazione-diffusione del valore, che l'adozione di una prospettiva di lungo periodo determina una convergenza tra l'interesse degli azionisti e quello degli altri *stakeholder*, data dalla circostanza che il valore delle azioni è pari al valore attuale dei flussi di cassa futuri che l'impresa è in grado di generare, il quale a sua volta dipende dalla capacità di soddisfazione degli *stakeholder* (Guatri, 1991; Sciarelli, 1997).

Procedendo sulla ripartizione sopra individuata, gli studi che registrano risultati negativi sono riconducibili alla *stakeholder-expense theory*, ovvero alla sostenibilità intesa quale mero onere operativo aziendale con conseguenti effetti negativi sul valore dell'impresa (Miralles-Quiròs *et al.*, 2018).

Al riguardo, Buallay *et al.* (2019), analizzando la relazione in oggetto in una prospettiva operativa (ROA), finanziaria (ROE) e di mercato (Tobin's Q) su un campione di n. 530 banche quotate in n. 80 paesi per il periodo 2008-2017, rilevano come la stessa risulti essere negativa in tutte le suddette prospettive.

Tali risultanze sono altresì corroborate dal contributo di Forgiione *et al.* (2020), i quali, focalizzandosi in particolare sull'efficienza (apprezzata mediante le seguenti variabili: *profit before tax, net loans, other earning assets, total deposits, interest expenses on total deposits, depreciation to fixed assets, staff expenses to n. of employees e bank equity*) di un campione di n. 131 banche in n. 22 paesi nel periodo 2013-2017, evidenziano come la relazione tra sostenibilità ed efficienza sia negativa. In aggiunta, gli stessi autori sottolineano la sussistenza di differenze circa il contesto normativo di riferimento, in quanto negli ordinamenti *common law* gli operatori sembrerebbero porre maggiore attenzione verso pratiche sostenibili al fine di compensare la sussistenza di eventuali esternalità/disfunzioni del mercato.

Quanto agli studi che presentano risultanze miste, Miralles-Quiròs *et al.* (2019a), indagando un campione di n. 166 banche appartenenti a n. 31 paesi nel periodo 2010-2015, rilevano una relazione positiva e statisticamente significativa tra la sostenibilità e la creazione di valore per gli azionisti (apprezzata mediante il Tobin's Q) ma, al contempo, sottolineano la sussistenza di differenze afferenti alle caratteristiche dei singoli intermediari (ROA, leva finanziaria e coefficienti patrimoniali) e all'ubicazione geografica di riferimento. Ampliando tale contributo in merito ai prezzi azionari, Miralles-Quiròs *et al.* (2019b), esaminando un campione di n. 51 banche quotate appartenenti n. 20 paesi per il periodo 2002-2015, evidenziano come le *performance* ambientali (E) e di *governance* (G) siano positivamente associate al corso azionario, contrariamente a quelle di natura sociale (S). Al riguardo, gli autori sottolineano come il mercato azionario valuti positivamente l'adozione di virtuose politiche ambientali e di buone prassi di *governance* che limitino eventuali tematiche di agenzia. In aggiunta, come già evidenziato da altri autori, le *performance* ESG sono significativamente maggiori per le banche nei sistemi giuridici *common law*.

Nello stesso solco si colloca il contributo di Buallay (2019) che, indagando un campione di n. 235 banche quotate europee nel periodo di riferimento 2007-2016, rileva la sussistenza di una relazione mista a seconda della prospettiva economico-finanziaria adottata (operativa, finanziaria, di mercato) e dei singoli pilastri sottostanti alla sostenibilità (E, S e G). Al riguardo, la sostenibilità ambientale (E) registra una relazione positiva nella prospettiva finanziaria (ROE) e di mercato (Tobin's Q), la sostenibilità sociale (S) registra una relazione negativa in tutte le prospettive di indagine delle *performance* economico-finanziarie (ROA, ROE e Tobin's Q) mentre la sostenibilità di *governance* (G) registra una relazione positiva nella prospettiva di mercato (Tobin's Q) e negativa nelle restanti (ROA e ROE). Tali conclusioni ampliano la prospettiva proposta in precedenza da Soana (2011) che, indagando la relazione in oggetto secondo una dimensione economico-finanziaria di natura contabile (apprezzata mediante il ROA, ROE e *cost-to-income ratio*) e di mercato (apprezzata

mediante il P/BV e il P/E) su un campione di n. 37 banche (di cui n. 16 banche italiane e n. 21 banche internazionali) al 31 dicembre 2005, rilevava l'assenza di un legame statisticamente significativo.

Ampliando gli indicatori sottesi all'apprezzamento delle *performance* economico-finanziarie, La Torre *et al.* (2021), esaminando un campione di n. 44 banche quotate per n. 14 paesi europei nel periodo 2008-2019, illustrano come la relazione tra la sostenibilità complessivamente considerata e le *performance* economico-finanziarie sia positiva esclusivamente in una prospettiva *value-based management* (apprezzata mediante l'indicatore EVA), negativa nella prospettiva di mercato (apprezzata mediante la *capitalisation to book value* e il Tobin's Q) e nulla nella prospettiva operativa (ROA) e finanziaria (ROE).

Ciò posto, tale mancanza di unidirezionalità dei risultati può essere ricondotta alle effettive motivazioni sottese all'adozione di una condotta conforme alla sostenibilità, ovvero, da un lato, di implementazione nei processi strategico-decisionali per la creazione di valore nel contesto nel quale l'impresa si colloca, dall'altro, di implementazione nei processi strategico-decisionali per una esclusiva finalità autoreferenziale e, dall'altro ancora, di adozione di pratiche sostenibili per mere finalità reputazionali (Wu e Shen, 2013).

In conclusione, il quadro dei numerosi contributi sin qui presentati sottolinea l'attualità e la complessità del tema in oggetto e, al contempo, come gli stessi non giungano a conclusioni universalmente condivise e consolidate. Al riguardo, tali divergenze sono ravvisabili nel quarto e ultimo filone della letteratura accademica poc'anzi rappresentato avente ad oggetto la relazione intercorrente tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie degli intermediari bancari. Il presente lavoro, collocandosi in tale filone, intende arricchire la letteratura accademica di riferimento considerando la sostenibilità (ESG), e i macroelementi alla stessa sottesi (E, S e G), e le *performance* economico-finanziarie in una prospettiva contabile (*accounting-based*) e di mercato (*market-based*). Come verrà dinnanzi analiticamente descritto, l'approccio dicotomico adottato è da inquadrarsi alla luce dei più recenti contributi dottrinali in materia, che riconducono la sostenibilità nell'alveo dei beni intangibili dell'impresa e, dunque, potenzialmente non apprezzabile mediante l'utilizzo di metriche economico-finanziarie di natura contabile (Edmans, 2022).

CAPITOLO IV – ANALISI EMPIRICA

SOMMARIO: 4.1 Formulazione delle ipotesi di ricerca. – 4.2 Aspetti metodologici. – 4.2.1 Campione di osservazione e fonti informative utilizzate. – 4.2.2 Variabili dipendenti. – 4.2.3 Variabili indipendenti e di controllo. – 4.3 Statistiche descrittive. – 4.4 Modello statistico utilizzato. – 4.5 Risultati della ricerca.

4.1 Formulazione delle ipotesi di ricerca

Come già ampiamente argomentato, nel recente passato il tema della sostenibilità ha suscitato crescente interesse da parte degli *stakeholder*, orientando le imprese a considerare tali aspetti nell'ambito della declinazione delle proprie strategie, al fine di rafforzare la propria credibilità e reputazione (Coulson, 2009; Dhaliwal *et al.*, 2012). Diversi contributi nell'ambito della letteratura accademica hanno evidenziato che le imprese che prestano attenzione alla sostenibilità e attuano un'efficace *disclosure* al mercato vengono valutate positivamente dagli azionisti (Coulson, 2009; Birindelli *et al.*, 2015; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; La Torre *et al.*, 2021).

Lo studio della relazione intercorrente tra sostenibilità e *performance* economico-finanziarie ricorre in numerosi contributi della letteratura accademica, dai quali emerge che tale relazione risulta talvolta positiva, talaltra negativa e talaltra ancora mista. Si consideri altresì, come evidenziato da Friede *et al.* (2015), che ciascun singolo fattore del complessivo punteggio ESG rappresenta una sintesi di una serie variegata di elementi che possono avere una relazione con le *performance* economico-finanziarie dell'impresa, in quanto un gruppo di imprese, pur se afferente al medesimo settore, possono essere destinatarie di istanze eterogenee (ambientali, sociali e di *governance*) e/o con un differente grado di intensità (Azmi *et al.*, 2021).

In dottrina, sebbene non vi sia consenso unanime sugli effetti del complessivo punteggio ESG e dei relativi singoli fattori (ambientale, sociale e di *governance*) sulla *performance* economico-finanziaria aziendale, si è concordi nel ritenere che l'adozione di principi generali che garantiscano una profonda informativa su pratiche di *accountability*, *compliance*, trasparenza e *corporate governance*, con una riduzione dei costi di agenzia, si riflettono positivamente nelle aspettative degli azionisti (Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; Crespi e Migliavacca, 2020).

Tuttavia, la valorizzazione delle pratiche socialmente responsabili e delle relative strutture organizzative non è stata ancora accompagnata da una informativa altrettanto rafforzata e consolidata (Birindelli *et al.*, 2015), ritenendosi necessario un salto di qualità nella contestualizzazione di metriche di sostenibilità nella declinazione strategico-operativa e nel contesto ambientale in cui si colloca l'impresa. In altri termini, è necessario ricalibrare la *disclosure* al fine di consentire agli *stakeholder* di trasformare le informazioni in conoscenza (Rutigliano, 2020) e, al contempo, promuovere un coinvolgimento degli stessi e delle relative istanze nei processi strategici e operativi dell'impresa (*engagement*).

In aggiunta, la letteratura accademica, nell'ambito dello studio delle relazioni intercorrenti tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie, si connota per l'utilizzo variegato di metriche di *performance*, talvolta di matrice contabile, talvolta di matrice monetaria e talvolta ancora di natura mista, quale combinazione tra dati interni (contabili o finanziari) ed esterni (afferenti al mercato finanziario) all'impresa.

Come noto, le metriche di matrice contabile, ovvero basate sul principio della competenza economica del bilancio d'esercizio, benché vantino il pregio di poter risultare agevolmente determinabili e decifrabili, in quanto fondate su impostazioni consuete e prassi consolidate, sono affette da carenze e limitazioni intrinseche che possono riflettersi sulla lettura del fenomeno indagato. Tra queste limitazioni, anche alla luce delle caratteristiche che connotano la sostenibilità, vi è la possibile omissione delle dinamiche di accumulazione di risorse distintive immateriali.

A tali carenze e limitazioni rispondono, in parte, gli indicatori misti che, adottando una prospettiva *shareholder-based*, pongono l'enfasi sulla natura residuale dei risultati aziendali e la loro correlazione con le aspettative del mercato mobiliare di riferimento (Gatti, 2014). Adottando una prospettiva allargata, tali indicatori consentono di valorizzare le eventuali dotazioni di intangibili non riflesse in bilancio (Guatri e Bini, 2002; Guatri e Bini, 2009) e, al contempo, limitare la presenza eventuale di effetti distorsivi rivenienti dall'applicazione di criteri e principi contabili (Damodaran, 2006).

Pertanto, considerato che l'implementazione nella dimensione interna di pratiche di sostenibilità in linea con le aspettative e le istanze proiettate dalla dimensione esterna possono costituire una sorta di bene intangibile (Robinson *et al.*, 2011; Wu e Shen, 2013; Marsat e Williams, 2014; Edmans, 2022) e che lo stesso possa essere non adeguatamente catturato da indicatori di matrice contabile (Lev, 2017), si ritiene opportuno indagare la relazione intercorrente tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie ampliando l'orizzonte di analisi a metriche miste, ovvero assumendo una duplice prospettiva: *accounting-based* e *market-based*.

Ciò posto, quanto alla prospettiva *market-based* viene sviluppata la seguente ipotesi di ricerca da verificare, ulteriormente declinata nei singoli pilastri E, S e G al fine di apprezzare la granularità del fenomeno indagato:

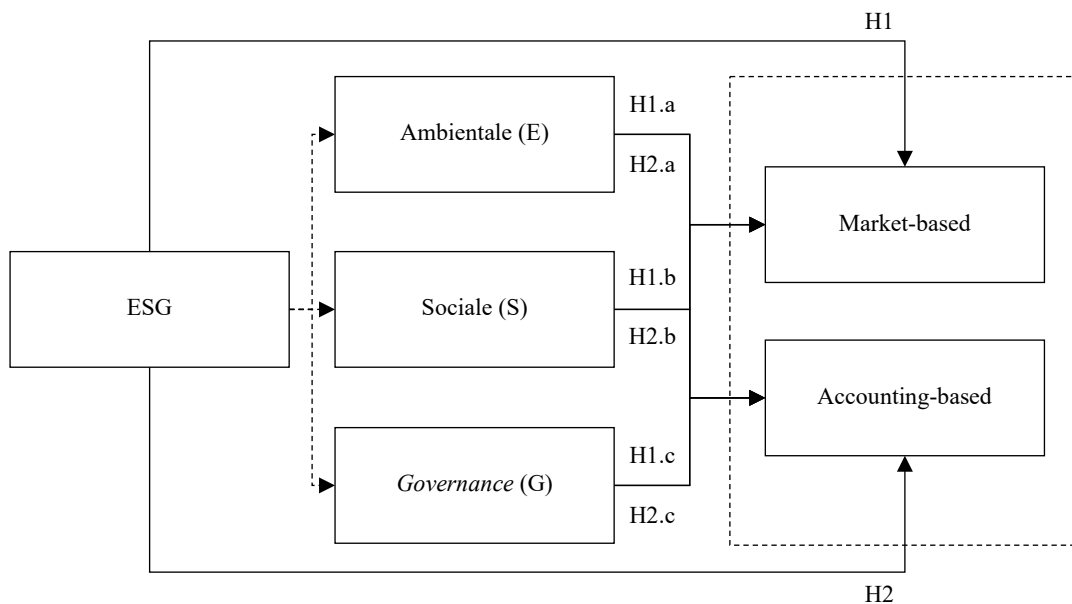
- H1. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* di sostenibilità (ESG) e *performance* economico-finanziarie *market-based*;
- H1a. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* ambientali (E) e *performance* economico-finanziarie *market-based*;
- H1b. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* sociali (S) e *performance* economico-finanziarie *market-based*;
- H1c. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* di *governance* (G) e *performance* economico-finanziarie *market-based*.

Quanto alla prospettiva *accounting-based*, viene sviluppata la seguente ipotesi di ricerca da verificare, ulteriormente declinata nei singoli pilastri E, S e G fine di apprezzare la granularità del fenomeno indagato:

- H2. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* di sostenibilità (ESG) e *performance* economico-finanziarie *accounting-based*;
- H2a. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* ambientali (E) e *performance* economico-finanziarie *accounting-based*;
- H2b. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* sociali (S) e *performance* economico-finanziarie *accounting-based*;
- H2c. Esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra *performance* di *governance* (G) e *performance* economico-finanziarie *accounting-based*;

Nella figura che segue si rappresentano graficamente le ipotesi oggetto di verifica.

Figura 13 – Sintetica ricostruzione delle ipotesi di ricerca



Fonte: nostra elaborazione

4.2 Aspetti metodologici

Nei paragrafi che seguono viene illustrata nel dettaglio la metodologia di analisi adottata per verificare le summenzionate ipotesi.

4.2.1 Campione di osservazione e fonti informative utilizzate

Sulla base della letteratura accademica esaminata, si ritiene opportuno procedere ad una distinzione delle variabili dipendenti in *market-based* e *accounting-based*, al

fine di apprezzare sia le aspettative del mercato rispetto ai valori espressi dall'impresa, sia eventuali dotazioni intangibili non riflesse in bilancio, quali le *performance* ESG (Guatri e Bini, 2002; Guatri e Bini, 2009) e, al contempo, limitare potenziali effetti distorsivi rivenienti dall'applicazione di metriche contabili (Damodaran, 2006).

Il campione selezionato è composto da n. 77 banche quotate e non, appartenenti a n. 17 paesi europei, i cui dati sono stati desunti per il periodo di riferimento oggetto di indagine (2012-2021) dalle relazioni finanziarie annuali valorizzate mediante il *database* Refinitiv Eikon (già Thomson Reuters). Quest'ultimo è stato scelto per due ordini di ragioni, ovvero, in primo luogo, in quanto ampiamente utilizzato nella letteratura accademica in studi simili (Cheng *et al.*, 2014; Luo *et al.*, 2015; Ferrell *et al.*, 2016; Hawn e Ioannou, 2016) e, in secondo luogo, in quanto cattura in metriche ESG standardizzate e comparabili i profili di sostenibilità delle singole imprese.

Il *dataset* è composto da dati longitudinali, ovvero aventi natura *cross-sectional* (n unità di analisi diverse) e *time-frame* (osservate in T anni), analizzato mediante l'utilizzo del *software* statistico STATA 17.

Nella figura che segue si procede a sintetizzare le variabili di riferimento.

Figura 14 – Variabili di riferimento

Variabili di riferimento					
Variabili	Natura	Sigla	Descrizione	Database	Reference
Dipendenti	Market-based	Tobin's Q	$[(\text{Book Value Totale attivo} - \text{Book Value Common Equity}) + \text{Market Value Common Equity}] / \text{Book Value Totale attivo}$	Refinitiv Eikon	Buallay <i>et al.</i> , 2019; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021; La Torre <i>et al.</i> , 2021.
	Accounting-based	ROE	Risultato netto / Patrimonio netto	Refinitiv Eikon	Waddock e Graves, 1997; Soana, 2011; Wu e Shen, 2013; Weber, 2017; Buallay <i>et al.</i> , 2019; La Torre <i>et al.</i> , 2021.
Indipendenti		ESG	ESG Score	Refinitiv Eikon	Brogi e Lagasio, 2019; La Torre <i>et al.</i> , 2021.
		E	Environmental Score	Refinitiv Eikon	Soana, 2011; Weber, 2017; Brogi e Lagasio, 2019; Buallay <i>et al.</i> , 2019; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021.
		S	Social Score	Refinitiv Eikon	Soana, 2011; Weber, 2017; Brogi e Lagasio, 2019; Buallay <i>et al.</i> , 2019; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021.
		G	Governance Score	Refinitiv Eikon	Soana, 2011; Brogi e Lagasio, 2019; Buallay <i>et al.</i> , 2019; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021.
Controllo	Bank-specific	Loan to Deposit (LTD)	Totale prestiti / Totale depositi	Refinitiv Eikon	Wu e Shen, 2013; Gangi <i>et al.</i> , 2019; Azmi <i>et al.</i> 2021; La Torre <i>et al.</i> , 2021.
		Asset Quality (AQ)	NPL / Totale prestiti	Refinitiv Eikon	Wu e Shen, 2013; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021.
	Business Model (BM)	Margine di interesse / Margine di intermediazione	Refinitiv Eikon	Wu e Shen, 2013; La Torre <i>et al.</i> , 2021.	
	Size	Ln (Totale attivo)	Refinitiv Eikon	Chih <i>et al.</i> , 2010; Wu e Shen, 2013; Cornett <i>et al.</i> , 2016; Brogi e Lagasio, 2019; Buallay <i>et al.</i> , 2019; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021; La Torre <i>et al.</i> , 2021.	
	Country-specific	GDP	Tasso di crescita annuale del PIL del paese in cui è ubicata la sede centrale	World Bank	Wu e Shen, 2013; Buallay <i>et al.</i> , 2019; Gangi <i>et al.</i> , 2019; Miralles-Quiròs <i>et al.</i> , 2019a; Azmi <i>et al.</i> 2021; La Torre <i>et al.</i> , 2021.

Fonte: nostra elaborazione

4.2.2 Variabili dipendenti

Quanto alle variabili dipendenti, come già ampiamente argomentato, si è scelto di utilizzare la doppia prospettiva sopra rappresentata, ovvero *market-based* e *accounting-based*. Le variabili in questione sono state individuate sulla base della letteratura accademica esistente.

Al riguardo, in merito alla prospettiva *market-based*, l'indicatore Tobin's Q sintetizza le aspettative del mercato, senza l'esigenza di effettuare aggiustamenti o normalizzazioni del rischio, ovvero la *performance* prospettica di creazione di valore dell'impresa (Lindenberg e Ross, 1981; Lang e Stulz, 1994). Ciò detto, se l'indicatore in questione assume un valore maggiore (minore) dell'unità, l'impresa sta creando (distruggendo) valore, in quanto il mercato attribuisce all'impresa un valore maggiore (minore) del costo di sostituzione dei beni. L'utilizzo di tale indicatore, come evidenzia la letteratura accademica, risulta particolarmente indicato per condurre studi con caratteristiche analoghe a quelle in oggetto, in quanto sintetizza il combinato effetto di valutazioni storiche e aspettative future (Jiao, 2010).

Quanto alla prospettiva *accounting-based*, la variabile dipendente di riferimento è il ROE, quale espressione della redditività complessiva per unità di patrimonio netto investito (Tutino, 2015).

4.2.3 Variabili indipendenti e di controllo

Quanto alle variabili indipendenti, si è scelto di valutare la relazione intercorrente tra la sostenibilità, apprezzata tramite le metriche ESG e le relative componenti sottostanti (ambientale, sociale e di *governance*), e le variabili dipendenti *market-based* (Tobin's Q) e *accounting-based* (ROE).

Le variabili indipendenti, a eccezione della variabile di crescita anno su anno del PIL valorizzata mediante la banca dati della World Bank, sono state estratte dal *database* Refinitiv Eikon, che valorizza informazioni quali-quantitative di diversa natura rivenienti dalla singola impresa.

Al riguardo, in merito alle singole componenti ESG, il *database* in questione provvede ad acquisire e calcolare oltre n. 630 misure ESG a livello di singola impresa, di cui un sottoinsieme di n. 186 misure delle più comparabili e significative per settore, alimentano il processo complessivo di valutazione e punteggio aziendale.

Tale sottoinsieme viene successivamente ricondotto in n. 10 categorie generali che, a diverso titolo mediante una specifica ponderazione che riflette la materialità del tema per singolo settore, compongono i singoli pilastri E (ambientale), S (sociale) e G (*governance*). In ultimo, mediante la media ponderata dei singoli pilastri, si determina il punteggio ESG complessivo, che apprezza le prestazioni, l'impegno e l'efficacia delle politiche di sostenibilità della singola impresa sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. Tale punteggio complessivo si colloca in un intervallo di valori da 0 a 100, che esprimono rispettivamente una bassa e una ottima *performance*

di sostenibilità. Analoghe considerazioni sono *tout court* replicabili per i singoli pilastri E, S e G e i relativi elementi sottostanti.

Quanto alle variabili di controllo, sulla base della letteratura accademica è stata migliorata l'affidabilità del modello di analisi impiegando dei fattori che possano meglio adattarsi alla variabilità delle variabili dipendenti utilizzate. Nel dettaglio le variabili di controllo assumono una doppia natura, ovvero *bank-specific* e *country-specific*.

In ordine alle prime (*bank-specific*), sono state considerate le seguenti variabili esplicative:

- Loan to Deposit (o LTD): quale rapporto tra l'ammontare complessivo dei prestiti e dei depositi e rappresenta un indicatore sintetico di sostenibilità della struttura finanziaria della banca (Tutino, 2015), nonché una *proxy* di liquidità della stessa (Wu e Shen, 2013; Gangi *et al.*, 2019; Azmi *et al.* 2021; La Torre *et al.*, 2021);
- Asset Quality (o AQ): quale rapporto tra l'ammontare complessivo dei Non-Performing Loan (NPL) e dei prestiti e rappresenta un indicatore sintetico di qualità del credito della banca (Wu e Shen, 2013; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; Azmi *et al.* 2021);
- Business Model (o BM): quale rapporto tra il margine di interesse e il margine di intermediazione e rappresenta un indicatore sintetico del contributo complessivo dell'attività di intermediazione della gestione del danaro (Tutino, 2015), ovvero della tipologia di *business model* della banca (Wu e Shen, 2013; La Torre *et al.*, 2021);
- Size: quale logaritmo naturale del totale attivo, in quanto le *performance* economico-finanziarie della banca potrebbero dipendere delle dimensioni della stessa (Chih *et al.*, 2010; Wu e Shen, 2013; Cornett *et al.*, 2016; Brogi e Lagasio, 2019; Buallay *et al.*, 2019; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; Azmi *et al.* 2021; La Torre *et al.*, 2021).

In ordine alle seconde (*country-specific*), si è già avuto modo di evidenziare come la letteratura accademica rilevi una relazione tra le *performance* economico-finanziarie della banca e il contesto nella quale la stessa è ubicata. Ciò detto, è stato considerato il tasso di crescita annuale del PIL del paese in cui ha sede l'*headquarter* dell'istituto (Wu e Shen, 2013; Buallay *et al.*, 2019; Gangi *et al.*, 2019; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; Azmi *et al.* 2021; La Torre *et al.*, 2021).

4.3 Statistiche descrittive

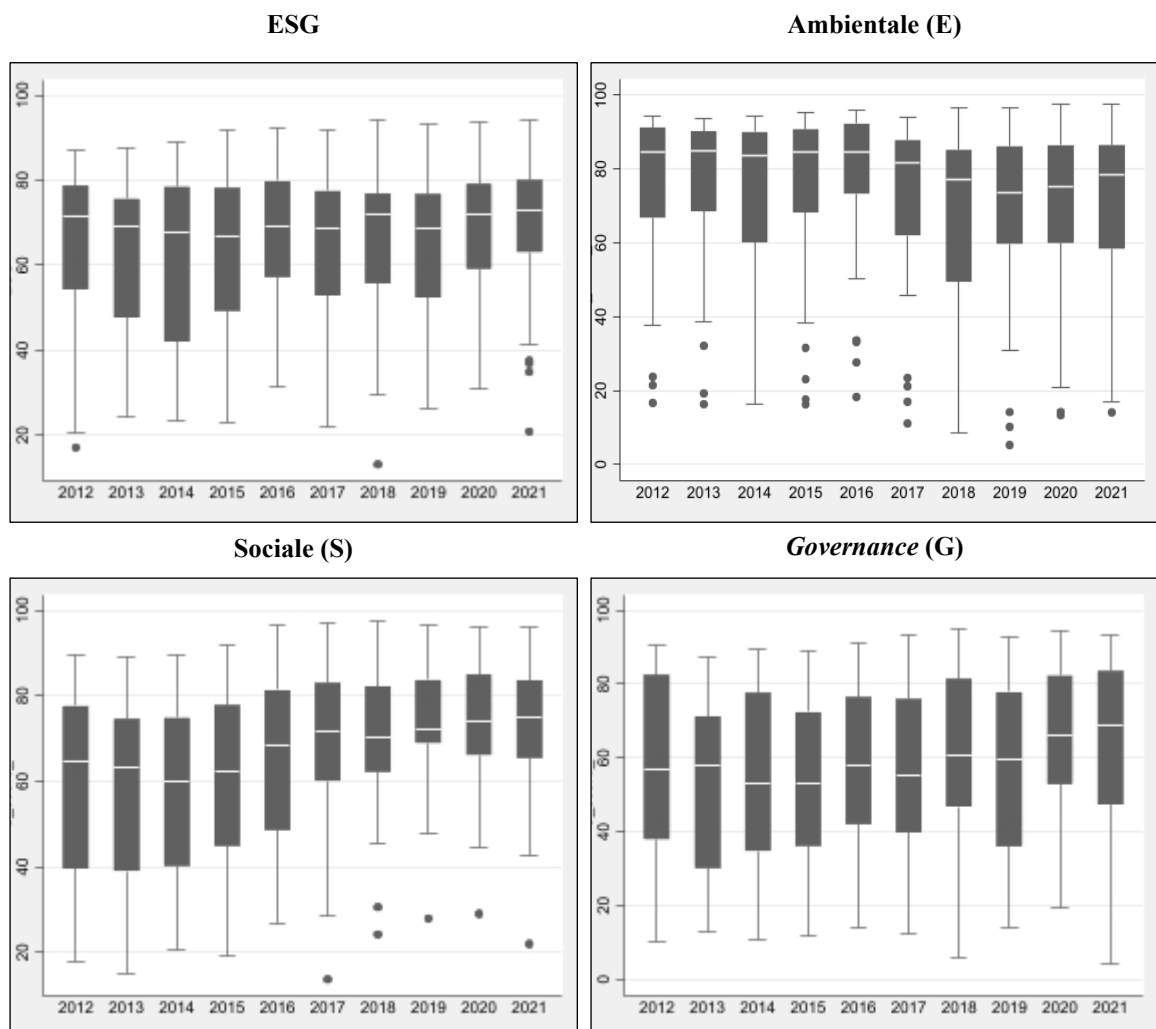
Prima di illustrare le risultanze dello studio in oggetto, si rappresentano di seguito le statistiche descrittive del campione di riferimento.

Al riguardo in merito alle *performance* di sostenibilità complessiva (ESG), il campione evidenzia complessivamente un andamento medio stabile nell'intero periodo di riferimento 2012-2021 (CAGR +1%), attestandosi nel 2021 a un valore

medio pari a 69,40/100. Tale andamento risulta essere altresì registrato per la componente ambientale (E) che si attesta nel 2021 a un valore medio pari a 70,67/100. Di contro la componente sociale (S) e di *governance* (G) registrano nel periodo di riferimento 2012-2021 un considerevole incremento, attestandosi nel 2021 rispettivamente a 72,99/100 (CAGR +2,42%) e 64,53/100 (CAGR +1,42%). Considerato che il massimo valore che tali indicatori possono assumere è pari a 100, le *performance* di sostenibilità del campione risultano essere complessivamente buone.

Nella figura che segue si riporta la distribuzione delle *performance* di sostenibilità complessive e di dettaglio per singolo elemento sottostante del campione nel periodo di riferimento oggetto dell'indagine (2012-2021).

Figura 15 – Rappresentazione della distribuzione dello score ESG e dei singoli pilastri E, S e G (2012-2021)



Fonte: nostra elaborazione

Quanto alle statistiche descrittive, le variabili dipendenti Tobin's Q e ROE presentano un valore medio rispettivamente di 1,4 e 6,5, in linea con quanto evidenziato da studi precedenti (ad esempio, La Torre *et al.*, 2021).

In aggiunta, le variabili indipendenti ESG, E, S e G presentano, per l'intero periodo di riferimento oggetto di analisi, un valore medio rispettivamente di 65,5, 71,8, 66,7 e 58. Considerato che il massimo valore che tali indicatori possono assumere è pari a 100, la sostenibilità complessiva del campione risulta essere buona (65,5/100), ma con profonde differenze in merito ai singoli elementi sottostanti. Al riguardo, come era presumibile aspettarsi, stante l'attenzione riposta da parte delle autorità di vigilanza e, via in generale, dai diversi *stakeholder*, le tematiche ambientali registrano una *performance* superiore (71,8/100) a quelle sociali (66,7/100) e di *governance* (58/100).

Nella figura che segue si riportano le statistiche descrittive delle variabili sopra rappresentate.

Figura 16 – Statistiche descrittive

Variabile	Obs.	Media	Std. dev.	Minimo	Massimo
Dipendenti					
Tobin's Q	676	1,4	3,7	0,8	42,0
ROE	425	6,5	18,3	-68,9	298,9
Indipendenti					
ESG	346	65,5	18,1	13,1	94,3
E	346	71,8	23,6	5,2	97,5
S	346	66,7	18,6	13,7	97,7
G	346	58,0	23,0	3,9	94,9
Controllo					
LTD	536	1,0	0,4	0,0	4,6
AQ	402	0,1	0,2	0,0	1,8
BM	721	0,3	48,5	-1.270	202,2
Size	734	24,4	2,0	18,9	28,7
GDP	770	1,7	4,7	-9,0	25,2

Fonte: nostra elaborazione

Quanto alla matrice di correlazione, le *performance* di sostenibilità complessiva (ESG) risulta essere significativamente correlata con le singole componenti della stessa (E, S e G). Inoltre, i coefficienti di correlazione tra le *performance* di sostenibilità complessiva (ESG) e le singole componenti (E, S e G) evidenziano una relazione molto contenuta e non significativa con le variabili dipendenti (Tobin's Q e ROE), ad eccezione della componente *governance* (G).

Nella figura che segue si riporta la matrice di correlazione.

Figura 17 – Matrice di correlazione

Variabile	Tobin's Q	ROE	ESG	E	S	G	LTD	AQ	BM	Size	GDP
Tobin's Q	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROE	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ESG	-0,01	0,06	1	-	-	-	-	-	-	-	-
E	0,08	0,02	0,84*	1	-	-	-	-	-	-	-
S	0,07	0,07	0,85*	0,62*	1	-	-	-	-	-	-
G	-0,17*	0,07	0,81*	0,45*	0,56*	1	-	-	-	-	-
LTD	0,11*	-0,1*	-0,20*	-0,04	-0,26*	-0,23*	1	-	-	-	-
AQ	0,48*	-0,03	-0,16*	-0,15*	-0,15*	-0,10	0,02	1	-	-	-
BM	0,00	0,06	0,01	0,00	-0,07	-0,03	0,02	0,03	1	-	-
Size	-0,28*	-0,11*	0,52*	0,47*	0,39*	0,42*	-0,10*	-0,16*	-0,03	1	-
GDP	-0,01	-0,03	-0,1	-0,14*	-0,02	-0,07	-0,01	-0,10*	-0,02	-0,07*	1

(Nota: * $p < 0,1$)

Fonte: nostra elaborazione

4.4 Modello statistico utilizzato

Al fine di indagare la relazione intercorrente tra la sostenibilità e le sue determinanti e le *performance* economico-finanziarie (*market-based* e *accounting-based*), è stata applicata una metodologia quantitativa di tipo longitudinale (*panel data analysis*) utilizzando il *software* statistico STATA 17.

Come noto un'analisi di dati longitudinali può seguire tre differenti metodologie di analisi:

- OLS *pooled*;
- effetti casuali (*random effect*);
- effetti fissi (*fixed effect*).

L'applicazione di una metodologia di analisi OLS *pooled* anziché di una metodologia econometrica *panel* (effetti casuali o fissi) può avvenire solamente qualora non vi siano evidenze di eterogeneità individuali (i.e., caratteristiche degli individui che sono costanti nel tempo e non osservabili), in quanto la presenza di fattori non osservabili rilevanti determinerebbe delle stime distorte o inconsistenti a causa di una cattiva specificazione metodologica. In tale contesto, al fine di valutare la presenza di tali eterogeneità individuali e dunque, se procedere con una metodologia OLS *pooled* o *panel* (effetti casuali o fissi), occorre eseguire il *test* del moltiplicatore lagrangiano di Breusch e Pagan (1980). Quest'ultimo, sfruttando le varianze-covarianze fra gli errori, verifica se l'ipotesi di nullità della varianza del termine di errore che misura l'eterogeneità sia corretta, ovvero che non vi sia alcuna differenza significativa tra le diverse unità.

Qualora non sia accettata l'ipotesi nulla (i.e., varianza del termine di errore che misura l'eterogeneità non nulla), si è in presenza di un significativo effetto casuale ovvero di una eterogeneità individuale non osservabile. L'analisi dovrà dunque essere condotta valorizzando la presenza di dati longitudinali mediante l'applicazione di una

metodologia di analisi *panel* a effetti casuali o fissi, in quanto l'applicazione di una metodologia di analisi OLS *pooled* sarebbe non efficiente.

Le metodologie *panel* valorizzano l'eterogeneità non osservabile considerando un termine di errore che, rispettivamente, risulta essere nel tempo, per ciascuna unità osservata, variabile casualmente (effetti casuali) o costante (effetti fissi). Al riguardo, la differenza fondamentale tra le due metodologie (effetti casuali o fissi) è riconducibile alla valorizzazione o meno da parte dell'effetto individuale non osservato di elementi correlati con le variabili esplicative, in quanto se tale correlazione è nulla si adotta una metodologia a effetti casuali, mentre, di converso, una metodologia a effetti fissi.

Al fine di selezionare la metodologia più appropriata per descrivere il fenomeno indagato occorre dunque eseguire il *test* di Hausman (1978) che consente di verificare l'ipotesi di nessuna correlazione tra i singoli effetti delle unità osservate e le variabili esplicative ($H_0: E[\varepsilon_{it} | X] = E[\eta_i | X] = 0$), oltre a stimare l'affidabilità di uno stimatore a effetti casuali.

Nello specifico, il summenzionato *test* consente di confrontare le due metodologie (effetti casuali ed effetti fissi), verificando l'ipotesi nulla di uguaglianza tra i coefficienti stimati dalle stesse. Se tale ipotesi è accettata (i.e., assenza di correlazione e uguaglianza dei coefficienti stimati dalle due metodologie) allora è preferibile utilizzare una metodologia a effetti casuali (i.e., l'effetto non osservato per ogni entità ha natura stocastica e casuale), altrimenti una metodologia a effetti fissi (i.e., l'effetto non osservato per ogni entità ha natura stocastica non casuale).

Si precisa che, statisticamente, la metodologia a effetti fissi è sempre consistente, ma presenta diversi gradi di efficienza, sia sotto l'ipotesi nulla di nessuna correlazione sia sotto l'ipotesi alternativa. Di converso, la metodologia a effetti casuali risulta essere consistente ed efficiente (fornisce degli errori *standard* più contenuti) solo ed esclusivamente sotto l'ipotesi nulla, ovvero di differenze non sistematiche fra gli stimatori tra le due diverse metodologie.

Figura 18 – Matrice dei risultati del *test* di Hausman

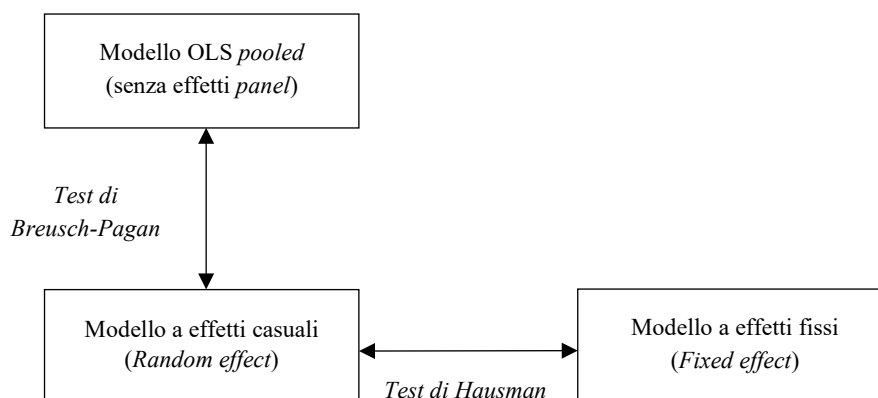
Ipotesi	Effetti casuali	Effetti fissi
$H_0: E[\varepsilon_{it} X] = E[\eta_i X] = 0$	Consistente, efficiente	Consistente, non efficiente
$H_1: E[\varepsilon_{it} X] = 0, E[\eta_i X] \neq 0$	Inconsistente	Consistente, efficiente

Fonte: nostra elaborazione

Ne consegue, che la metodologia a effetti fissi risulta essere sempre la scelta più ragionevole nell'ambito dell'analisi di dati longitudinali in quanto, pur scontando in determinate circostanze (ipotesi nulla accettata) un grado di efficienza minore, perviene comunque a stime corrette.

Nella figura che segue si illustra il percorso metodologico dei *test* di Breusch e Pagan e di Hausman sopra rappresentato.

Figura 19 – Sintesi dei *test* utilizzati



Fonte: nostra elaborazione

Riferendoci al caso in oggetto del presente studio, alla luce dei *test* illustrati (Breusch-Pagan e Hausman) si è scelto di utilizzare il seguente modello di analisi ad effetti fissi.

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma z_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} ; i = 1,2 \dots N; t = 1,2 \dots T$$

Dove:

Y_{it} : variabile dipendente di interesse della banca i al tempo t ;

X_{it} : variabile indipendente di interesse al tempo t ;

z_{it} : variabile di controllo al tempo t ;

η_i : eterogeneità non osservabile nel tempo t stocastica e non casuale;

ε_{it} : errore stocastico, assunto indipendente e identicamente distribuito.

In ultimo, al fine di controllare la presenza di variabili omesse che variano nel tempo ma non fra le entità, si è deciso di includere anche gli effetti temporali per ciascun anno del periodo di osservazione.

4.5 Risultati della ricerca

L'analisi empirica del presente lavoro si basa su due prospettive (*market-based* e *accounting-based*), ciascuna valorizzata rispettivamente mediante l'impiego delle variabili dipendenti Tobin's Q (*market-based*) e ROE (*accounting-based*). Pertanto, al fine di verificare le ipotesi di ricerca sopra definite e le relative declinazioni, sono stati sviluppati n. 8 modelli differenti, ovvero n. 4 modelli per ciascuna dimensione considerata.

Con riferimento alla prospettiva *market-based*, valorizzata mediante l'indicatore Tobin's Q, si evidenzia che la *performance* di sostenibilità complessiva (ESG) assume un impatto positivo e statisticamente significativo (*p-value* inferiore allo 0,05). Nel dettaglio, le *performance* ambientale (E) assume un impatto positivo e statisticamente

significativo (*p-value* inferiore allo 0,01), mentre le *performance* sociale (S) e di *governance* (G) risultano non essere statisticamente significative.

Quanto alla prospettiva *accounting-based* valorizzata mediante l'indicatore ROE, si evidenzia che la *performance* di sostenibilità complessiva (ESG) e le sue declinazioni (E, S e G) non risultano essere statisticamente significative.

Ne consegue che, con riferimento alle ipotesi di ricerca formulate in merito alla prospettiva *market-based*, le ipotesi inerenti alla sostenibilità complessiva (H1) e ambientale (H1a) risultano essere supportate, mentre quelle afferenti alla dimensione sociale (H1b) e di *governance* (H1c) non risultano essere supportate.

Quanto alla prospettiva *accounting-based*, le ipotesi inerenti alla sostenibilità complessiva (H2) e le sue declinazioni ambientali, sociali e di *governance* (H2a, H2b e H2c) non risultano essere supportate.

Nella figura che segue si rappresentano le risultanze dell'analisi condotta con evidenza delle caratteristiche principali di ciascun modello utilizzato.

Figura 20 – Risultati dell'analisi empirica

Tobin's Q				
ESG	0,02026**	-	-	-
E	-	0,0213***	-	-
S	-	-	0,0104	-
G	-	-	-	0,000028
LTD	-0,46079	-0,762	-0,306	-0,319
AQ	2,2693	2,198***	2,374***	2,333***
BM	0,00013***	0,00007	0,000033	0,00014
Size	-1,4313***	-1,491***	-1,365***	-1,385***
GDP	0,19476	0,0248	0,0126	0,0135
Cons	37,27***	38,81***	36,04***	37,15***
Effetti temporali	Si	Si	Si	Si
Osservazioni	208	208	208	208
Gruppi	35	35	35	35
Modello	FE	FE	FE	FE
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R-sq				
<i>Within</i>	0,5862	0,6055	0,5775	0,5817
<i>Between</i>	0,1735	0,1644	0,1611	0,1360
<i>Overall</i>	0,1630	0,1629	0,1539	0,1338

ROE				
ESG	-0,00006	-	-	-
E	-	-0,0011	-	-
S	-	-	0,0035	-
G	-	-	-	0,00085
LTD	-0,419	-0,394	-0,423	-0,419
AQ	-0,133	-0,151	-0,0682	-0,134
BM	0,00012***	0,00012***	0,00007	0,00012**
Size	-0,136	-0,111	-0,159	-0,125
GDP	-0,0033	-0,00395	-0,00385	-0,00372
Cons	4,29	3,69	4,71	4,06
Effetti temporali	Si	Si	Si	Si
Osservazioni	207	207	207	207
Gruppi	32	32	32	32
Modello	FE	FE	FE	FE
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R-sq				
<i>Within</i>	0,1207	0,1223	0,1316	0,1223
<i>Between</i>	0,0998	0,0899	0,1198	0,0907
<i>Overall</i>	0,0152	0,0167	0,0202	0,0149

(Nota: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$)

Fonte: nostra elaborazione

I risultati, parzialmente in linea con le precedenti ricerche (Soana, 2011; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; La Torre *et al.*, 2022), evidenziano come via sia una relazione positiva e significativa tra la sostenibilità (ESG) e le *performance* economico-finanziarie esclusivamente quando la stessa viene apprezzata mediante metriche di mercato (*market-based*), corroborando dunque quel filone della letteratura accademica che riconduce la sostenibilità a una sorta di bene intangibile potenzialmente non valorizzato da metriche di natura contabile. Tali evidenze, considerato che la sostenibilità è un fenomeno di medio-lungo termine, potrebbero essere ascrivibili a un mero effetto temporale, in quanto, se da un lato, le metriche contabili, come noto, presentano una esemplificazione di una realtà molto più complessa, sostanziandosi in valutazioni storiche e prudenziali che non contemplano le aspettative future (rischio, valore finanziario del tempo), dall'altro, le metriche di natura borsistica apprezzano pressoché istantaneamente un maggior grado di informativa su pratiche di *accountability*, *compliance* e trasparenza, con una riduzione dei costi di agenzia, e i potenziali effetti futuri delle iniziative economiche assunte.

In aggiunta, considerando i singoli fattori sottesi alla sostenibilità, i risultati evidenziano come via sia una relazione positiva e significativa tra la sostenibilità ambientale (E) e le *performance* economico-finanziarie *market-based* e, al contempo, una mancanza di relazione con i fattori sociali (S) e di *governance* (G). Tali risultanze, in contrasto con quanto atteso e con il contributo di Marsat e Williams (2014), potrebbero essere ascrivibili, come già rilevato, alla preponderanza che ha

contraddistinto le tematiche climatiche e ambientali (E) – alla luce di una maggiore “consapevolezza” e intuitività circa gli impatti dei connessi rischi su quelli tradizionali in termini di stabilità del sistema finanziario – nelle disposizioni normative e regolamentari rispetto a quelle di natura sociale (S) e di *governance* (G).

CAPITOLO V – SOSTENIBILITÀ E DECISIONI D’IMPRESA: PROFILI TEORICI ANCORA APERTI

SOMMARIO: 5.1 La sostenibilità nell’ambito dei *driver* del processo decisionale d’impresa. – 5.2 La sostenibilità nell’ambito dei criteri decisionali d’impresa.

5.1 La sostenibilità nell’ambito dei *driver* del processo decisionale d’impresa

Le decisioni d’impresa e il processo ad esse sotteso rappresentano un tema centrale e ricorrente negli studi aziendalistici, configurandosi come una sorta di “tappa obbligata” per coloro che indagano il funzionamento dell’impresa, il suo governo e la sua gestione, il suo stesso significato. L’impresa, difatti, altro non è che una sommatoria o un sistema di decisioni (Gozzi, 1995).

In considerazione della rilevanza e della pervasività che la sostenibilità ha assunto nelle dinamiche evolutive dell’impresa, il tema si arricchisce di nuovi elementi degni di essere apprezzati e indagati, in quanto impattanti sul sistema di decisioni, conoscenze, competenze e informazioni dell’impresa stessa (Vicari, 1991; Gozzi, 1995).

La questione appare di particolare momento.

Il decisore d’impresa, secondo l’impostazione comportamentista, opera con una razionalità limitata e adotta un approccio valutativo delle diverse alternative di tipo soddisfacentista anziché massimizzante od ottimizzante, ovvero identifica e valuta le alternative individualmente e, quando ne individua una soddisfacente in termini di risultati, la persegue (Cyert e March, 1963; Simon, 1969). Ne consegue che il processo decisionale, articolato nelle sue diverse fasi, risente di tale impostazione (Bazerman, 2002).

Il ciclo strategico rappresenta la sintesi di *driver* decisionali quali la *purpose*, la visione, la missione, la finalità e gli obiettivi generali e specifici d’impresa, il cui conseguimento è strumentale alla creazione delle condizioni necessarie per la sopravvivenza (Barile *et al.*, 2022). In particolare, la *purpose*, la visione e la missione hanno la funzione di indirizzare le decisioni e le azioni d’impresa in ragione di ciò che la stessa intende essere e diventare, mentre il fine della sopravvivenza e gli obiettivi generali e specifici delimitano, nel corso della dinamica evolutiva, l’insieme delle alternative disponibili tra le quali il *management* può selezionare quelle più appropriate alla risoluzione di problemi correnti e prospettici.

In tale processo di selezione, il *management*, data l’interpretazione e la valorizzazione delle informazioni disponibili, opera secondo condizioni di razionalità, consequenzialità e appropriatezza al fine di intraprendere, tra le scelte individuate rispetto ai *driver* decisionali sopra rappresentati, le alternative che soggiacciono ai criteri decisionali di efficacia, efficienza e redditività, sintetizzabili nel principio di convenienza (Panati e Golinelli, 1997). Ne consegue che lo svolgimento dell’attività d’impresa può essere sintetizzato come una interrelazione tra sistemi decisionali e di apprendimento, che si autoalimentano vicendevolmente (Gozzi, 1995).

In sintesi, mentre i *driver* decisionali rappresentano le finalità prefissate, i criteri decisionali definiscono la modalità con le quali esse debbono essere perseguite (Barile *et al.*, 2022).

In ordine ai *driver* decisionali poc'anzi elencati, la visione e la missione rappresentano, rispettivamente, l'intenzione generale dell'impresa, da cui discendono le decisioni e le azioni nel lungo periodo, e la relativa posizione che essa intende assumere rispetto a una determinata combinazione di prodotti/mercati. Ne consegue che tali *driver* sono legati da una relazione di consequenzialità e, sulla base delle prospettive future e di ciò che l'impresa intende essere (visione), l'impresa stessa si autoassegna un ruolo (missione) (Barile *et al.*, 2022).

Visione e missione rappresentano così le fondamenta su cui poggiano le decisioni d'impresa.

Quanto alla finalità, ovvero la meta che l'impresa intende perseguire nel lungo andare utilizzando i fattori produttivi disponibili, il dibattito accademico è denso di contributi eterogenei, riconducendo la stessa talvolta alla redditività, talaltra all'autonomia (indipendenza) finanziaria e talaltra ancora, in tempi più recenti, alla sostenibilità.

In questo ambito, appare possibile assumere che la finalità dell'impresa non può che essere ricondotta alla continuità aziendale, ovvero alla sopravvivenza della stessa nel lungo andare mantenendo durevoli condizioni di equilibrio economico-finanziario (Zappa, 1956; Moss, 1981). In tal senso, "*la sopravvivenza [è] l'unica finalità generale compatibile con il carattere di continuità dell'impresa, in altri termini essa fornisce un parametro oggettivo al quale rapportare la molteplicità di obiettivi (intermedi) perseguiti, di tempo in tempo, dalla colazione manageriale*" (Caselli, 1966, pag. 122).

Al riguardo, finalità dell'impresa diverse dalla sopravvivenza possono, al più, essere ricondotte a obiettivi generali di natura economico-finanziaria-sociale, ovvero a traguardi intermedi misurabili e fattibili (Panati e Golinelli, 1997), che indirizzano l'impresa nel breve, medio e lungo termine e, dunque, "*strumentali rispetto al conseguimento della sopravvivenza*" (Barile *et al.*, 2022, pag. 83).

Tali obiettivi generali e intermedi, riconducibili in via diretta proprio alle dinamiche tra contesto esterno e interno all'impresa, vengono individuati in considerazione del ruolo dell'impresa quale luogo di convergenza di interessi multipli, ovvero quale condizione necessaria per il raggiungimento ultimo della sopravvivenza (Amaduzzi, 1953; Onida, 1954; Zappa, 1956; Ferrero, 1968; Fazzi, 1984).

Emerge, dunque, la centralità della coerenza tra le dimensioni relazionali ed economico-sociali, in quanto la capacità dell'impresa di assumere la funzione sociale alla quale è chiamata, ovvero di convergenza di interessi plurimi, è intrinsecamente connessa con la finalità ultima della sopravvivenza nel tempo, ovvero alle dimensioni, e ai conseguenti obiettivi generali, di natura economica (raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario), competitiva (conseguimento e mantenimento del vantaggio competitivo) e sociale (conseguimento e mantenimento del consenso da parte degli *stakeholder*) (Giannessi, 1979; Coda, 1995).

In tale contesto, in considerazione della rilevanza che la sostenibilità ha assunto per il perseguimento della sopravvivenza, è legittimo chiedersi se la stessa debba essere considerata come un vincolo (o un condizionamento) che l'impresa deve necessariamente considerare nell'ambito della propria formulazione strategica (Panati e Golinelli, 1997) o, piuttosto, come un vero e proprio obiettivo generale da perseguire (Golinelli e Volpe, 2012; Barile *et al.*, 2022) per il raggiungimento della propria finalità ultima.

Al fine di rispondere al quesito proposto si richiama brevemente quanto argomentato nei capitoli precedenti.

Il combinato effetto di impulsi normativi e sociali ha indirizzato l'agire dell'impresa verso tematiche di responsabilità sociale, al fine di acquisire, conservare e accrescere il consenso attorno alle proprie scelte strategiche e operative sotto un vincolo di rispondenza a istanze e bisogni attuali e potenziali, non solo economici, da parte dei diversi *stakeholder*, con cui essa intesse relazioni per garantire la propria sopravvivenza in un contesto altamente competitivo (Chih *et al.*, 2010; Barile *et al.*, 2013; Oliveira *et al.*, 2019). Le imprese hanno così posto crescente attenzione alla sostenibilità, al fine di consolidare la loro credibilità e reputazione tra i diversi *stakeholder*, perseguendo una logica di creazione di valore nel medio-lungo termine e declinando nelle proprie strategie una visione triadica tra rischio, rendimento e impatto sociale (Freeman, 1984; Amini e Bienstock, 2014; Ng e Zabihollah, 2015; Ziolo *et al.*, 2019).

In sintesi, si è andato affermando un riconoscimento generale che la sopravvivenza dell'impresa è strettamente connessa con il benessere della società di cui essa è parte, e dalla quale trae gli elementi fondamentali per il proprio funzionamento (CED, 1976).

Pertanto, se è fuor di dubbio che la sostenibilità nasce come un vincolo normativo e sociale in termini di rispondenza a istanze e bisogni (non solo economici), di cui l'impresa deve necessariamente tenere conto nella formulazione delle proprie strategie, al contempo – data la rilevanza che ha assunto per il successo e la sopravvivenza dell'impresa, influenzando la maggiore o minore disponibilità di risorse (intese in senso ampio, quali risorse finanziarie, economiche, di *know-how*, di accreditamento, di immagine, di opportunità o di *chance*) e il conseguente processo di innovazione tecnologica (Vicari, 1991; Mintzberg, 1994) – può sostenersi che la stessa sia divenuta un obiettivo generale dell'impresa.

L'impresa assume, dunque, obiettivi generali di natura economica-finanziaria-sociale, dove “*il rispetto dell'economicità costituisce regola che non mortifica la socialità, cioè l'azione dell'impresa per il bene comune, ma vale a rendere realmente efficace tale azione*” (Onida, 1971, pag. 105). Detto in altri termini, l'impresa “*non deve [...] più affrontare il problema ambientale come un mero vincolo da aggirare [...]; né come un'opportunità di espansione dell'attività industriale, ma come uno dei fattori che rientrano nel quadro gestionale della sua attività, in una visione di gestione integrata dell'ecosistema e dell'ecosistema [...]. Dovrà non solo introdurre modifiche*

strutturali e funzionali per organizzare nuovi cicli produttivi e nuovi prodotti ecologicamente più validi, ma dovrà introdurre modifiche di atteggiamento, sviluppando un management ambientale capace di conciliare ciò che sembra inconciliabile, cioè gli obiettivi dell'impresa con le aspettative della popolazione, dedicando al fattore ambiente [...] la stessa e maggior cura di quella dedicata agli impianti attraverso la manutenzione e al capitale umano attraverso la sua formazione, che pure è "maintenance", mantenimento dell'efficienza, del capitale umano" (Panati e Golinelli, 1997, pag. 132).

Ciò detto, gli obiettivi generali di equilibrio economico-finanziario e sostenibilità sono fortemente interrelati, in quanto *"l'impresa, per svolgersi utilmente nel lungo andare, deve assolvere una somma vasta di doveri non solo verso i dipendenti ma anche verso la collettività nella quale diviene. In somma, l'impresa deve contemperare il tornaconto del suo soggetto con gli interessi di coloro che all'impresa danno volentieri il loro lavoro e deve sottomettersi alle esigenze volute dal bene comune della collettività nazionale nella quale agisce"* (Zappa, 1956, pag. 79).

In tale prospettiva allargata, l'interrelazione tra i suddetti obiettivi e le afferenti dimensioni (economico-finanziaria, sociale, ambientale) ha determinato l'emersione di una nuova "filosofia" dell'azione di governo, ovvero della sostenibilità quale elemento rientrante nel sistema dei principi essenziali e dei fondamenti dottrinali e metodologici sui quali il governo dell'impresa deve basarsi (Golinelli e Volpe, 2012).

Ciò posto, gli obiettivi generali dell'impresa *"non sono fine a sé stessi, ma sono dei fini mediati"* collocabili secondo un ordine ben definito lungo *"la catena fini-mezzi tanto da isolare un valore "puro", un fine desiderato soltanto per sé stesso"* (Simon, 1957, pag. 105), ovvero la sopravvivenza.

Ne consegue che gli stessi siano strumentali non solo per il raggiungimento della finalità ultima della sopravvivenza, ma anche per il raggiungimento degli obiettivi collocati su gradi di livello superiore. In altri termini, tali obiettivi generali sono indipendenti, ma, in una certa misura, ognuno presuppone e a sua volta supporta gli altri, orientandosi verso il conseguimento di una finalità ultima mediante un approccio che non può che essere dinamico ovvero sistemico.

Il decisore d'impresa si trova, peraltro, a prendere costantemente, in funzione del tempo, delle caratteristiche dell'impresa e dell'ambiente, delle decisioni che sottendono dei *trade-off*, quali problemi di bilanciamento di obiettivi che non possono essere conseguiti a pieno in maniera simultanea (Keeney e Raiffa, 1993). Al riguardo, *"trade-offs are central to economics, as they are to life. They are at the heart of economics because neither the decision-maker nor society can have everything it wants"* (Campbell e Kelly, 1994, pag. 422).

Pertanto, il raggiungimento degli obiettivi richiede la mediazione e la coniugazione di una molteplicità di obiettivi economici e di contesto, non di rado in conflitto. Tali conflittualità si risolvono non già in una struttura gerarchica di tipo strettamente piramidale, ma per il tramite di una strategia allargata in cui i diversi obiettivi sono collegati con relazioni dinamiche di causa-effetto che abbracciano

differenti intervalli temporali, rendendo dunque giustificabili, ad esempio, sacrifici attuali per ritorni futuri.

In sintesi, le decisioni (strategiche) d'impresa sono spesso caratterizzate dalla razionalità limitata dei decisori, molteplici obiettivi, a volte contrastanti, e una serie di potenziali direzioni (Abatecola *et al.*, 2013).

In considerazione della rilevanza che la sostenibilità ha assunto per la sopravvivenza dell'impresa, appare, quindi, legittimo domandarsi quale sia la direzione della funzione strumentale tra sostenibilità ed equilibrio economico-finanziario, ovvero quale sia la relativa collocazione di tali obiettivi nella catena finimezzi, posto che entrambi risultano essere prodromici ovvero funzionali al raggiungimento della finalità ultima dell'impresa.

A ben vedere, potrebbe sostenersi che nel lungo andare i due obiettivi tendono a convergere in quanto la capacità di produzione di un flusso di reddito positivo e congruo rispetto al rischio e la possibilità di reperire il capitale necessario alla copertura dei fabbisogni finanziari sono intrinsecamente correlate con il consenso del contesto di riferimento, ovvero con il grado di soddisfazione, anche, delle istanze di sostenibilità che l'impresa ha formalizzato in specifici obiettivi generali. In altri termini, l'obiettivo di massimizzazione a lungo termine del saggio di rendimento delle risorse impiegate nell'impresa deve essere considerato congiuntamente alle finalità sociali assunte dalla stessa (Caselli, 1995; Sapelli, 1995).

5.2 La sostenibilità nell'ambito dei criteri decisionali d'impresa

Riprendendo quanto poc'anzi argomentato, se, da un lato, la visione e la missione indirizzano le decisioni e le azioni dell'impresa in funzione di ciò che essa intende essere o diventare, dall'altro, la finalità della sopravvivenza e gli obiettivi generali (equilibrio economico finanziario, sostenibilità) delimitano il ventaglio delle alternative potenzialmente percorribili, tra le quali il decisore aziendale individua quelle che contribuiscono alla risoluzione di problemi correnti e/o prospettici (Barile *et al.*, 2022).

L'assunzione di decisioni razionali, ovvero di scelte coerenti con le finalità perseguite, richiede, dunque, l'adozione di criteri oggettivi in grado di trattare le informazioni disponibili. In considerazione del fatto che l'impresa "*deve necessariamente far riferimento a una funzione di utilità più o meno esplicita, la cui conoscenza è indispensabile per fissare un criterio di convenienza prospettica coerente con gli obiettivi del decisore*" (Panati e Golinelli, 1997, pag. 100), i criteri decisionali debbono rappresentare tale funzione di utilità al fine di consentire di valutare adeguatamente il ventaglio di alternative perseguibili e, al contempo, essere apprezzabili mediante l'adozione di metriche congrue (Panati e Golinelli, 1997).

Prima di procedere oltre con la trattazione dei criteri decisionali, si ritiene utile rappresentare brevemente gli effetti conseguenti alla sostenibilità sul processo di apprendimento aziendale, in quanto intimamente connesso con il processo decisionale dell'impresa. L'interrelazione di tali due processi richiama *tout court* il duplice binario

di conoscenza e consenso (fiducia) che caratterizza il rapporto tra l'impresa e l'ambiente (Coda, 1995).

La sostenibilità quale tema pervasivo, ma al contempo nuovo, caratterizzato da elevato dinamismo, richiede, più che in passato, che le decisioni assunte siano supportate mediante procedure euristiche, ovvero di esperienza con una logica "per prove ed errori", piuttosto che su processi formalizzati e precostituiti (Di Bernardo e Rullani, 1990). La sedimentazione del sapere derivato euristicamente nella c.d. "routine", intesa quale insieme di regole, procedure, convenzioni, strategie, tecnologie e conoscenze attraverso le quali le imprese operano e decidono, rappresenta, dunque, il punto nevralgico per affrontare le sfide della sostenibilità (Levitt e March, 1988). In altri termini, il processo di apprendimento esperienziale routinizzato è alla base della capacità di adattamento evolutivo alle dinamiche rivenienti dal contesto nel quale l'impresa si colloca.

Ne consegue che il processo decisionale e quello di apprendimento, interrelati e vicendevolmente alimentati, costituiscono, unitamente a quello di adattamento (delle strutture, dell'organizzazione), il presupposto per l'evoluzione dell'impresa e per il raggiungimento della finalità ultima della sopravvivenza (Gozzi, 1995). In altri termini, *"conoscere per decidere e per sopravvivere in un ambiente ostile dominando le minacce e cogliendo le opportunità in forza della propria intelligenza e capacità di ragionamento con ciò intendendo la capacità di trovare analogie tra fatti diversi, di indurre un concetto da una sensazione, di passare dal fatto concreto all'idea astratta, di formulare ipotesi, di saper trovare una sintesi e un punto di equilibrio tra tesi opposte"* (Gozzi, 1995, pag. 229).

In ordine ai criteri decisionali, questi rappresentano gli strumenti attraverso i quali il *management* seleziona, date le informazioni accessibili e considerati i *driver* decisionali, le alternative disponibili per la soluzione di problemi economici dell'impresa in una logica di migliore consequenzialità attesa.

Nella tradizione aziendalistica, i criteri decisionali più significativi risultano essere l'efficacia, l'efficienza (nella duplice accezione di efficienza tecnica, o produttività, e di efficienza economica, o economicità) e la redditività, tutti afferenti al generale principio di convenienza (Panati e Golinelli, 1997).

In merito all'efficacia, intesa quale *"corrispondenza tra il risultato di un'azione o comunque di una circostanza, e un modello, o standard, utilizzato consciamente o inconsciamente, esplicitamente o implicitamente, per indicare la positività del risultato stesso"* (Giudici, 1995, pag. 622), risulta evidente come per orientare le decisioni sulla base di tale criterio occorra comprendere le mutevoli aspettative e pressioni del contesto esterno, adeguando a dette istanze, le scelte strategiche e operative dell'impresa (Giudici, 1995). L'efficacia, richiamando dunque la capacità dell'impresa di realizzare i propri fini e gli obiettivi prestabiliti, *"attiene alla capacità del management di proporre nuove combinazioni dei fattori a disposizione, che consentano all'impresa di sopravvivere e svilupparsi"* (Panati e Golinelli, 1997, pag. 101).

Quanto all'efficienza, intesa quale “*conseguimento del risultato voluto col minimo dispendio di risorse, o, con espressione sostanzialmente equivalente, il conseguimento del maggior risultato possibile con l'utilizzazione di tutte le risorse a disposizione*” (Giudici, 1995, pag. 620), essa non può essere soddisfatta indipendentemente dall'efficacia, in quanto il rispetto di tale criterio, ovvero l'attenzione a creare le condizioni che consentano di utilizzare razionalmente le risorse, determina un orientamento deciso al conseguimento dell'obiettivo, cioè a rendere l'azione efficace (Giudici, 1995). Nell'ambito dell'efficienza rientrano la produttività e l'economicità, dove la prima attiene alla capacità dell'impresa di accrescere le quantità prodotte (*output*) dato un certo insieme assegnato di *input* (e viceversa), mentre la seconda rappresenta l'attitudine dell'impresa a conseguire i propri obiettivi attraverso le condizioni di minimo costo relativo, considerando al contempo fattori ambientali esogeni ed endogeni (Bianchi, 1993; Donna, 1995; Panati e Golinelli, 1997).

Con riguardo alla redditività, essa esprime la capacità di una determinata alternativa di generare reddito in proporzione allo *stock* di capitale investito, ovvero la misura relativa della forza economica dell'impresa e, quindi, della convenienza a investire in un determinato processo produttivo e, in via generale, a impiegare risorse in una determinata impresa. In tale ambito, benché il sistema valutativo del decisore sia pluridimensionale, la massimizzazione di tale ritorno (reddito) rispetto alle risorse investite – seppure subordinato all'esistenza di numerosi vincoli e condizionamenti di varia natura – resta il fine ultimo per la comprensione dell'attività d'impresa (Panati e Golinelli, 1997). Al riguardo, la redditività può intendersi quale indicatore della convenienza economica a investire e, al contempo, quale valore obiettivo a cui tendere, ovvero “*di come ottenere la migliore remunerazione possibile delle risorse disponibili*” (Ansoff, 1965, pag. 47). In altri termini, da un lato, consente, sulla base del confronto tra redditività attesa e redditività obiettivo, di scindere il ventaglio delle alternative in perseguibili e non perseguibili e, dall'altro, una volta identificate le prime, individuare, a parità di condizioni, quelle che contribuiscono con una maggiore magnitudine alla redditività complessiva dell'impresa (Barile *et al.*, 2022).

In sintesi, mentre l'efficacia e la redditività afferiscono all'armonia tra l'operare dell'impresa e le dinamiche evolutive del contesto esterno all'impresa, l'efficienza afferisce alle condizioni di operatività del contesto interno alla stessa.

In quest'ambito, si rileva che “*efficacia, efficienza [...] e redditività sono dei criteri e non delle finalità (concernenti il perché delle decisioni da prendere) e nemmeno degli obiettivi: l'obiettivo stabilisce invece il risultato concreto che s'intende raggiungere e pertanto concerne il conseguimento di livelli prestabiliti dal criterio, applicato a oggetti specifici (l'intera azienda, parti significative di essa) in tempi programmati*” (Panati e Golinelli, 1997, pag. 112).

Ciò posto, i criteri decisionali non possono essere letti isolatamente, ma devono essere accompagnati da una coerenza di fondo sincronica, tra contesto interno ed esterno, e diacronica, nella consapevolezza che il processo per il loro conseguimento è senza soluzione di continuità e richiede un impegno costante e sistemico (Giudici,

1995; Barile *et al.*, 2022). La coerenza, dunque, è un criterio multilivello che si sostanzia in un'armonia del processo decisionale tra i *driver* decisionali e le decisioni assunte e tra le decisioni stesse, in una prospettiva sincronica e diacronica.

Ne consegue che la coerenza tra decisioni si sostanzia nella individuazione del rapporto di causa ed effetto di una decisione assunta rispetto alle risultanze di un'altra decisione corrente, passata e prospettica (Hofer e Schendel, 1978). Al riguardo, tale coerenza può essere intesa come interna (riferita a decisioni intrasistemiche), esterna (riferita a decisioni intersistemiche) o dinamica, quale risultante di una valutazione intertemporale tra decisioni correnti e future.

In sintesi, nella scelta tra le alternative perseguibili, il decisore oltre a considerare l'efficacia, l'efficienza e la redditività deve valutare il grado di coerenza tra alternative passate, correnti e prospettiche, mediante l'adozione di una visione unitaria che valorizzi i rapporti di complementarità e interdipendenza tra le diverse decisioni congiuntamente considerate (Barile *et al.*, 2022).

Si sottolinea tuttavia che l'utilizzo dei criteri decisionali poc'anzi rappresentati non è esente da potenziali conflittualità (in particolar modo nel breve termine), in conseguenza delle quali l'impresa, in situazioni caratterizzate da invarianza delle capacità produttive, potrebbe essere costretta a respingere, alternativamente, un criterio tra efficacia ed efficienza. Tali frizioni debbono assumere carattere temporaneo e risolversi nel lungo andare mediante la ricerca della coerenza e di condizioni di sinergia e complementarità, in modo tale che all'incremento dell'efficienza corrisponda un incremento dell'efficacia.

Riassumendo quanto sin qui argomentato, i criteri decisionali definiscono in che misura (efficacia), con quali modalità (efficienza) e con quali benefici (redditività), tenuto conto delle interdipendenze tra le diverse decisioni (coerenza), un determinato obiettivo possa essere raggiunto (Barile *et al.*, 2022).

Risulta di interesse, a questo punto, domandarsi se la sostenibilità, oltre a costituire ovvero invece di costituire un obiettivo generale dell'impresa, come precedentemente rappresentato, sia qualificabile come un criterio decisionale e, se del caso, in che relazione si ponga rispetto ai criteri decisionali tradizionali (efficacia, efficienza, redditività e coerenza).

La questione appare di indubbio interesse, ma anche di non agevole risoluzione.

Nel caso in cui la sostenibilità non sia (anche o solo) un criterio decisionale, ma esclusivamente un obiettivo generale prodromico alla sopravvivenza, la stessa verrebbe "catturata" nell'ambito delle decisioni d'impresa, operate secondo efficacia, efficienza e redditività, dal criterio della coerenza. Al riguardo, potrebbero dunque palesarsi delle scelte conformi ai crismi dei criteri decisionali tradizionali (ad esempio, incremento dell'efficienza e della redditività), ma, al contempo, non coerenti con l'obiettivo generale della sostenibilità e, dunque, non percorribili.

Di contro, qualora la sostenibilità fosse un obiettivo generale e, al contempo, un criterio decisionale, oppure esclusivamente un criterio, allora la stessa verrebbe inclusa nell'alveo dei criteri decisionali tradizionali. Questa prospettiva presuppone che la

sostenibilità, quale criterio decisionale, rispetti le due caratteristiche sopra delineate, ovvero rappresentare la funzione di utilità dell'impresa, al fine di consentire una valutazione adeguata del ventaglio di alternative perseguibili e, al contempo, essere apprezzabile mediante l'adozione di metriche congrue.

La valorizzazione della sostenibilità quale criterio decisionale richiederebbe, dunque, di ampliare il corrente portafoglio di indicatori e metodologie a disposizione del *management* (prevalentemente di natura economico-finanziaria) con indicatori generali e settoriali che consentano di apprezzare in modo quanto più possibile obiettivo e accurato la condotta e gli impatti dell'impresa sulla sfera ambientale, sociale e di *governance* (CED, 1976), ovvero con strumenti che, misurando l'efficacia delle scelte effettuate, indichino la direzione e supportino il *management* nel processo decisionale.

L'inquadramento della sostenibilità nell'alveo dei criteri decisionali prefigura una ulteriore questione in merito alla relazione intercorrente con i criteri decisionali tradizionali (efficacia, efficienza, redditività e coerenza), che può sostanziarsi in quattro ipotesi alternative, ovvero la sostenibilità quale (i) criterio antecedente a quelli di natura tradizionale, (ii) criterio concomitante e di pari grado rispetto a quelli di natura tradizionale, (iii) criterio già intrinsecamente apprezzato dai criteri decisionali tradizionali oppure (iv) sotto criterio dei criteri tradizionali secondo una logica simoniana di catena mezzi-fini.

In aggiunta, con particolare riferimento alle prime due ipotesi, occorre altresì domandarsi quale sia il criterio decisionale tradizionale rispetto al quale la sostenibilità può essere intesa quale antecedente o concomitante.

Le risposte a tali questioni non appaiono semplici.

Ciò posto, potrebbe palesarsi altresì un ulteriore scenario degno di essere considerato, ovvero, adottando una prospettiva non strettamente legata alla razionalità economica, la sostenibilità potrebbe essere ricondotta a logiche extra economiche (meta criteri), con conseguenti scelte che, apparentemente irrazionali dal punto di vista economico, sarebbero comunque ricondotte al principio generale del reddito (Barile *et al.*, 2022). Ne consegue che *“l'efficacia e l'efficienza non sempre e soltanto sono figlie della razionalità economica: esse sono anche il risultato di motivazioni organizzative, politiche, sociali e talora “economicamente irrazionali”, ma dotate di una razionalità di altro ordine”* (Panati e Golinelli, 1997, pag. 100).

Insomma, la sostenibilità nell'ambito dell'impresa, intesa quale sistema di decisioni, presenta profili di riflessione teorica ancora aperti, in particolare circa il ruolo che essa assume nei processi decisionali d'impresa e le sue relazioni con i relativi obiettivi e criteri decisionali. Dirimere tali questioni e comprendere più in profondità il ruolo che la sostenibilità riveste nel più ampio quadro delle decisioni d'impresa è necessario affinché l'impresa stessa, propulsore del cambiamento, amplifichi il proprio ruolo economico-sociale e il suo successo e coltivi così il raggiungimento della propria finalità ultima della sopravvivenza.

In conclusione, i profili rappresentati, per la cui risoluzione appaiono necessarie riflessioni ulteriori, lasciano emergere ancora una volta e sempre di più, in un contesto qualificato da complessità crescente, la natura delle decisioni d'impresa quali decisioni a obiettivi multipli (Keeney e Raiffa, 1993; Campbell e Kelly, 1994), che sottendono l'analisi e la valutazione di preferenze, obiettivi e criteri molteplici e differenziati e, così, la risoluzione dinamica di difficili *trade-off*.

In questo ambito, la sostenibilità, studiata tanto nell'ottica dei *driver* e degli obiettivi generali quanto in quella dei criteri a base del processo decisionale d'impresa, con le sottese possibili relazioni con i tradizionali obiettivi e criteri, appare viepiù profilarsi, nell'evoluzione recente dello scenario economico-sociale, quale aspirazione intrinseca del finalismo imprenditoriale.

CONCLUSIONE

Le istanze di sostenibilità provenienti dall'evoluzione dell'economia e della società hanno influenzato con crescente pervasività i consolidati rapporti tra economia e finanza nel governo dell'impresa e il rapporto di quest'ultima con il proprio contesto, acquisendo rilevanza in termini di ampiezza e attualità. Ampiezza, in quanto il tema della sostenibilità travalica i caratteri interni all'impresa per investire i rapporti tra sistema normativo, produttivo e finanziario. Attualità, in quanto oggetto di particolare attenzione da parte di studiosi e operatori che ritengono la relazione tra economia, finanza e sostenibilità determinante per il conseguimento di efficienti ed efficaci forme organizzative della produzione industriale.

Le imprese, pertanto, hanno posto crescente attenzione alle tematiche di responsabilità sociale – anche alla luce del ruolo centrale di propulsore del cambiamento che da sempre ricoprono – al fine di rafforzare la loro credibilità e reputazione tra i diversi *stakeholder*, perseguendo una logica di creazione di valore di lungo periodo e declinando nelle proprie strategie una tricotomia tra rischio, rendimento e sostenibilità. La trasformazione dell'ambiente esterno – di matrice sociale e normativa – ha dato luogo a delle risposte strategiche e operative da parte delle imprese con la finalità di adattamento proattivo ai sottesi condizionamenti di contesto e di cogliere le opportunità emergenti, richiamando altresì la necessità di acquisire e conservare il consenso intorno alle proprie iniziative.

Dal combinato effetto di tali dinamiche, crescono dunque la varietà e la complessità da un lato dei temi e dall'altro delle conseguenti risposte.

Al riguardo, l'interrelazione tra dimensione economico-finanziaria e dimensione sostenibile ha determinato l'emersione di una nuova "filosofia" dell'azione di governo, ovvero della sostenibilità quale elemento rientrante nel sistema dei principi essenziali e dei fondamenti dottrinali e metodologici sui quali il governo dell'impresa deve basare il proprio agire. Ne consegue, seppur con diversa intensità a seconda della tipologia aziendale, un accrescimento e un appesantimento dei processi di governabilità circa l'esigenza di attuare processi multidimensionali integrati, laddove la finalità della massimizzazione del valore nel tempo, proprie delle istituzioni economiche, si leghi alle esigenze sociali e ambientali promosse dai contesti in cui esse si collocano.

Si afferma, dunque, una pluri-funzione obiettivo, il cui raggiungimento richiede la mediazione e la coniugazione di una molteplicità di obiettivi economici (redditività, produttività e competitività) e di contesto (sociali, ambientali e benessere generale), non di rado in conflitto. Tali conflittualità si risolvono non già in una struttura gerarchica di tipo piramidale, ma per il tramite di una strategia allargata in cui i diversi obiettivi sono collegati con relazioni dinamiche di causa-effetto che abbracciano differenti intervalli temporali, rendendo dunque giustificabili, ad esempio, sacrifici attuali per ritorni futuri.

Ciò posto, la sostenibilità entra nelle fasi fondamentali dello sviluppo strategico e del processo di pianificazione, ovvero nei piani d'azione delle linee di sviluppo della

gestione che, abbracciando integralmente le diverse attività, declina obiettivi da perseguire, mezzi da impiegare, operazioni da compiere e tempistiche di attuazione, nonché le innovazioni quali-quantitative da apportare al fine di rimuovere gli ostacoli al raggiungimento degli obiettivi di medio-lungo termine. Il *management* si dota dunque di processi gestionali che, coinvolgendo in modo diretto e continuo gli *stakeholder* (*engagement*), sintetizzano e identificano le priorità e la rilevanza delle tematiche dei diversi pubblici con le priorità dell'impresa.

Appare evidente come il rapporto impresa-ambiente si fondi, ancor più che in passato, su un duplice binario di conoscenza e consenso (fiducia), in quanto l'elaborazione di una strategia e di un piano strategico-operativo da parte dell'impresa non è altro che la risultante di un profondo processo conoscitivo del contesto interno ed esterno e, al contempo, di una oculata attività di gestione del consenso intorno alle scelte strategiche, al fine di suscitare partecipazione e infondere fiducia circa la capacità di soddisfare le attese e le istanze dei diversi *stakeholder*.

Si rendono necessarie in tal senso delle modificazioni organizzative e innovative accompagnate dall'adozione di strumenti adeguati a gestire la complessità e pervasività del fenomeno, ovvero l'assunzione di un approccio olistico che coinvolge trasversalmente, a partire dalla cultura aziendale, (i) la *governance*, (ii) la strategia, (iii) il *business model*, (iv) la struttura organizzativa, (v) il sistema di *reporting* interno e (vi) il sistema di comunicazione esterno.

La sostenibilità, dunque, influenza la maggiore o minore disponibilità di risorse (intese in senso ampio, quali risorse finanziarie, economiche, di *know-how*, di accreditamento, di immagine, di opportunità o di *chance*) che, conseguentemente, supportano e alimentano il processo di innovazione tecnologica che è indispensabile per il conseguimento di un vantaggio competitivo e, in ultimo, della sopravvivenza.

Stante le caratteristiche del contesto poc'anzi delineato, il *management* e gli *stakeholder* hanno manifestato un crescente fabbisogno informativo-rappresentativo sulle tematiche in oggetto, quale presupposto per l'adozione di efficaci scelte strategiche, tattiche e operative. Lo sviluppo di un processo informativo di qualità, ovvero in grado di rendere intellegibile la realtà per il tramite di codici funzionali a trasformare l'informazione in conoscenza, influenza il successo dell'impresa e, in generale, l'efficienza del mercato.

Al fine di rispondere a tali necessità, si è registrato un graduale incremento della *disclosure* sul tema quale combinato disposto (i) dell'adozione di una rendicontazione non finanziaria affiancata a quella classica di natura finanziaria e (ii) della diffusione di indicatori sintetici (*rating* ESG) rilasciati da operatori qualificati indipendenti, che valorizzano il profilo di sostenibilità delle imprese.

Tuttavia, tali risposte risultano essere parziali e non soddisfacenti.

Come si è avuto modo di evidenziare, contrariamente a quanto avviene per le informazioni di natura finanziaria, formalizzate all'interno di costrutti contabili (principi nazionali e internazionali) e indicatori sintetici condivisi, la rappresentazione di informazioni non finanziarie non presenta ancora degli *standard* consolidati a livello

internazionale. Il processo di convergenza su metriche condivise è ancora in via di definizione con una molteplicità di *standard* elaborati da diversi organismi internazionali. Tale eterogeneità, unitamente ai dati effettivamente disponibili, ha determinato, dunque, un considerevole grado di divergenza nella valutazione delle *performance* ESG delle imprese, con potenziali minacce circa le finalità stesse della rendicontazione sostenibile e, in ultimo, la stabilità dei mercati finanziari.

I giudizi di *rating* ESG, se da un lato presentano il vantaggio di essere agevolmente intellegibili, dall'altro, si caratterizzano per un considerevole grado di eterogeneità metodologica, che contribuisce a incrementare la nebulosità dei fenomeni apprezzati, con rappresentazioni potenzialmente in grado di minare l'efficienza dei mercati finanziari. In tal senso, la discrasia degli approcci metodologici utilizzati è da ricondursi, in via principale, al combinato disposto di (i) un quadro teorico non universalmente condiviso (definizione ESG non condivisa, opacità degli elementi sottostanti ai singoli fattori ESG, mancanza di *reporting standard* universalmente validi e riconosciuti) e (ii) una eterogeneità di apprezzamento dei fenomeni osservati (mancanza di una definizione di materialità condivisa e differenti tecniche di valutazione, aggregazione e ponderazione dei dati sottostanti).

In tale contesto, al fine di prevenire potenziali fenomeni di sfiducia e garantire un flusso crescente di capitali a servizio della sostenibilità, si auspica l'introduzione di un sistema europeo di regolamentazione e vigilanza consolidato che formalizzi dei requisiti di trasparenza in materia di metodologie, requisiti organizzativi e operativi degli emittenti, nonché di uniformità valutativa (metodologie verificabili e indicatori standardizzati).

Ne emerge tuttavia un fatto, ovvero, benché i *rating* ESG presentino le limitazioni metodologiche poc'anzi evidenziate, gli stessi hanno il pregio di aver stimolato gli intermediari, prima, e le imprese, poi, ad avviare un processo di formulazione e implementazione di una strategia sostenibile responsiva, sollecitando un primo impulso di un processo di propagazione culturale che richiede l'ampliamento del campo visivo e di azione.

La sostenibilità ha investito con crescente pregnanza anche gli intermediari finanziari, stante il ruolo che gli stessi ricoprono nello sviluppo economico-sociale del contesto di riferimento nel quale si inseriscono e la loro consustanziale attenzione al governo del rischio insito nei grandi cambiamenti e nelle trasformazioni che investono l'economia e la società.

In particolare, l'intento normativo di introdurre un modello di intermediazione finanziaria sostenibile volto a promuovere una crescita economica che sia in linea con la sostenibilità implica una sfida significativa per l'organo di governo, stante la complessità di tale inclusione nei processi strategici e operativi delle imprese. Complessità che deriva dai cambiamenti culturali, di *governance* e gestionali che il richiamato modello di intermediazione finanziaria sostenibile richiede, nonché dalla necessità di affiancare all'individuazione dei rischi di sostenibilità anche metodologie di valutazione del grado di allineamento del proprio portafoglio crediti ai nuovi

obiettivi di sostenibilità, con una contestuale trasparenza in merito ai rischi derivanti da determinati settori.

In tal senso, l'aumentata complessità della gestione bancaria, nonché la necessità di preservare e adottare strategie idonee a consolidare l'elemento fiduciario della relazione con gli *stakeholder*, è stata ulteriormente acuita dal maggior peso assunto dalla regolamentazione e della supervisione delle autorità di vigilanza e dalla potenziale vulnerabilità degli istituti a rischi, per così dire, diversi da quelli "tradizionali". Tali interventi (specifici, derivati e condizionati) assumono una duplice finalità, ovvero, da un lato, supportare la transizione verso un'economia sostenibile, dall'altro, rendere il sistema finanziario maggiormente resiliente agli eventuali impatti di tali tematiche.

Il panorama normativo internazionale ed europeo risulta essere caratterizzato da un elevato dinamismo e da una profonda stratificazione normativa, nel quale le metriche e le metodologie di rendicontazione non finanziaria, ancora in continuo divenire, saranno auspicabilmente ampliate alla platea dei soggetti coinvolti secondo un principio di proporzionalità e, al contempo, dalla ricerca di maggiore trasparenza e convergenza al fine di scongiurare eventuali fenomeni distorsivi, in grado, potenzialmente, di minare la fiducia degli investitori e dunque la stabilità del mercato finanziario. Tuttavia, la transizione verso un'economia sostenibile non può che dipendere, in via principale, dall'innovazione tecnologica e dalla qualità e comparabilità delle informazioni.

In tale contesto, se da un lato l'introduzione del *framework* CSRD in sostituzione della NFRD è da cogliersi positivamente, in quanto la realizzazione di un mercato unico europeo economicamente competitivo che operi secondo logiche di sostenibilità nel medio-lungo termine richiede un incremento della qualità, della quantità e della comparabilità delle informazioni che vengono divulgate sul tema, nonché un'estensione del novero dei soggetti coinvolti con l'inclusione delle PMI, dall'altro, tale intento si scontra con un *vulnus* di non agevole risoluzione: la disponibilità di dati granulari di natura quali-quantitativa sui quali le imprese finanziarie (e gli investitori) possono apprezzare la sostenibilità dell'attività produttiva delle imprese al fine di monitorare e gestire i connessi rischi e, in ultima istanza, effettuare investimenti consapevoli.

Ciò posto, il superamento di tale tema, che passa inevitabilmente anche per un incremento del grado di innovazione tecnologia delle imprese, è prodromico alla costruzione di una tassonomia europea efficace (non focalizzata prevalentemente sugli aspetti ambientale), ovvero di un sistema correlato con la disponibilità dei dati in cui sia chiara la logica di convenienza tra i vantaggi del riconoscimento di un determinato grado di sostenibilità e i connessi costi di rilevazione dei dati.

Il fabbisogno informativo in questione è stato parzialmente affrontato da parte degli intermediari bancari in una duplice prospettiva, da un lato, per i profili di sostenibilità afferenti alle imprese di medio-grande dimensione, facendo affidamento anche a soggetti esterni agli intermediari bancari stessi (agenzie), dall'altro, per i

contesti economici caratterizzati da una notevole predominanza di PMI e, dunque, sovente estranee al perimetro di valutazione dei soggetti esterni di cui sopra, avviando un lento e capillare processo di mappatura della clientela mediante l'utilizzo di metodologie qualitative sviluppate internamente. Le banche, quale combinato congiunto di tale attività di mappatura e dell'offerta di servizi di consulenza dedicati, hanno sicuramente il merito di aver avviato un processo di sensibilizzazione della propria clientela verso le tematiche in oggetto, evidenziando i potenziali rischi e le possibili opportunità afferenti alla sostenibilità.

Quanto alla normativa bancaria, il legislatore e le autorità di vigilanza stanno attuando delle iniziative volte a incoraggiare le istituzioni e gli operatori a considerare i fattori di sostenibilità nell'ambito delle proprie strategie, al fine di coglierne le opportunità e comprenderne i rischi.

Tali interventi si orientano verso un'unica direzione, ovvero di porre l'accento circa la magnitudine degli effetti del tema in oggetto, incoraggiando gli intermediari a considerare i fattori ESG e i connessi rischi nell'ambito della declinazione delle proprie strategie, dei processi aziendali, dei processi di governo e delle pratiche di gestione del rischio, e, in via generale, degli obblighi di vigilanza prudenziale.

Tuttavia, come sottolineato dalle stesse autorità di vigilanza, l'attuale quadro normativo prudenziale è ancora in continuo divenire stante la necessità di colmare il *gap* conoscitivo in merito agli effetti, in termini di ampiezza e portata, dei rischi di sostenibilità sulle singole posizioni finanziarie e sulle connesse vulnerabilità, ovvero apprezzare se i singoli istituti vigilati considerino la resilienza nel lungo termine del *business model*.

In tale contesto, si richiede l'adozione da parte degli intermediari bancari di un approccio olistico che si riflette trasversalmente su differenti piani del *business model*, mediante (i) l'adozione di specifici elementi quantitativi/qualitativi nel Risk Appetite Framework (RAF) e nella pianificazione strategica, (ii) l'adozione di specifiche politiche di raccolta e impiego e (iii) la declinazione nelle diverse *business unit* per prodotti e servizi in linea con le esigenze della clientela.

La portata di tale considerazione non è esente da onerosità, in quanto l'inclusione di tali aspetti nel RAF richiede a cascata un aggiornamento di ICAAP, ILAAP e dei tradizionali sistemi di monitoraggio del credito, nonché delle politiche di remunerazione, con una oculata attività di pianificazione dei rischi e del capitale, quale componente integrante del *risk management*. Ne consegue che i riflessi nell'ambito di ICAAP e ILAAP necessitano di modifiche e integrazioni in termini di (i) rischi mappati, (ii) ruoli e responsabilità nella *governance*, (iii) definizione di un modello di *business* che sia in linea con le linee strategiche relative ai nuovi rischi considerati e (iv) valutazione circa l'adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica.

Il contesto non aiuta, in quanto l'aumentata complessità della gestione bancaria, nonché la necessità di preservare e adottare strategie idonee a consolidare l'elemento fiduciario della relazione con gli *stakeholder*, è ulteriormente acuita dal peso crescente assunto dalla regolamentazione sul tema in oggetto.

Tuttavia, come si è avuto modo di rilevare, il viaggio verso un'economia sostenibile necessita la condivisione di una nuova rotta, tracciata, ancor più che in passato, sulla fiducia e sulla conoscenza reciproca e di contesto tra i diversi soggetti coinvolti. Da un lato, gli intermediari finanziari devono stimolare le imprese a intraprendere il percorso (i) garantendo corrette condizioni di accesso al credito che valorizzino il profilo di sostenibilità delle stesse, (ii) fornendo l'assistenza necessaria per la realizzazione di nuovi progetti mediante nuova finanza e (iii) offrendo servizi consulenziali dedicati. Dall'altro, le imprese devono essere compagne di viaggio affidabili garantendo un maggiore grado di trasparenza informativa. Dall'altro ancora, le istituzioni (di diversa natura) debbono attuare delle politiche di più ampio spettro positive, consapevoli e organiche che favoriscano il raggiungimento della meta comune.

Data l'attualità e l'ampiezza del tema, la sostenibilità si presenta come un fenomeno complesso su cui esiste una vasta letteratura accademica, come testimoniano i numerosi e variegati contributi pubblicati. A tal proposito, focalizzandoci sul tema dell'integrazione della sostenibilità nel processo di formulazione e implementazione strategica delle imprese bancarie (incoraggiata anche dalle diverse autorità di vigilanza), gli studi della dottrina possono essere classificati convenzionalmente, non senza sovrapposizioni, nei filoni: (i) *corporate governance*, (ii) politiche di gestione del rischio, (iii) politiche di raccolta e impiego e (iv) *performance* economico-finanziarie.

L'analisi dei numerosi contributi presentati evidenzia la complessità del tema in oggetto e, al contempo, come gli stessi non giungano a conclusioni universalmente condivise e consolidate.

Al riguardo, tali divergenze sono ravvisabili nel quarto e ultimo filone della letteratura accademica avente ad oggetto la relazione intercorrente tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie degli intermediari bancari. In tale contesto, considerato che (i) l'implementazione nella dimensione interna di pratiche di sostenibilità in linea con le aspettative e le istanze proiettate dalla dimensione esterna possono costituire una sorta di bene intangibile e che le stesse potrebbero non essere adeguatamente catturate da indicatori di matrice contabile e (ii) ciascun singolo fattore del complessivo punteggio ESG rappresenta una sintesi di una serie variegata di elementi sottesi (ambientali, sociali e di *governance*) che possono avere una differente relazione con le *performance* economico-finanziarie dell'impresa, il presente lavoro intende arricchire la letteratura accademica del filone poc'anzi rappresentato, ampliando l'orizzonte di analisi a metriche contabili (*accounting-based*) e di mercato (*market-based*) e, al contempo, valorizzando gli elementi sottostanti che compongono lo *score* ESG.

I risultati, parzialmente in linea con le precedenti ricerche (Soana, 2011; Miralles-Quiròs *et al.*, 2019a; La Torre *et al.*, 2022), evidenziano come via sia una relazione positiva e significativa tra la sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie esclusivamente quando la stessa viene apprezzata mediante metriche di mercato

(*market-based*), corroborando dunque quel filone della letteratura accademica che riconduce la sostenibilità a una sorta di bene intangibile potenzialmente non valorizzato da metriche di natura contabile. Tali evidenze, considerato che la sostenibilità è un fenomeno di medio-lungo termine, potrebbero essere ascrivibili a un mero effetto temporale, in quanto, se da un lato, le metriche contabili, come noto, presentano una esemplificazione di una realtà molto più complessa, sostanziandosi in valutazioni storiche e prudenziali che non contemplano le aspettative future (rischio, valore finanziario del tempo), dall'altro, le metriche di natura borsistica apprezzano pressoché istantaneamente un maggior grado di informativa su pratiche di *accountability*, *compliance* e trasparenza, con una riduzione dei costi di agenzia, e i potenziali effetti futuri delle iniziative economiche assunte.

In aggiunta, considerando i singoli fattori sottesi alla sostenibilità, i risultati evidenziano come via sia una relazione positiva e significativa tra la sostenibilità ambientale e le *performance* economico-finanziarie *market-based* e, al contempo, una mancanza di relazione con i fattori sociali e di *governance*. Tali risultanze, in contrasto con quanto atteso e con il contributo di Marsat e Williams (2014), potrebbero essere ascrivibili alla rilevanza che hanno contraddistinto le tematiche climatiche e ambientali – alla luce di una maggiore “consapevolezza” circa gli impatti dei connessi rischi su quelli tradizionali in termini di stabilità del sistema finanziario – nelle disposizioni normative e regolamentari, nelle strategie degli intermediari bancari e nelle scelte decisionali di investitori e consumatori, rispetto a quelle di natura sociali e di *governance*.

Ciò posto, le criticità dello studio presentato potrebbero ricondursi, in via principale, al combinato disposto di (i) un'assenza di una definizione normativa che espliciti i contenuti sottostanti ai singoli criteri ESG, (ii) un'eterogeneità metodologica sottesa alla elaborazione dei giudizi di *rating*, in considerazione di una definizione di materialità non condivisa e l'applicazione di differenti criteri di valutazione, aggregazione e ponderazione dei dati sottostanti e (iii) un considerevole fabbisogno informativo tra imprese e *stakeholder* in merito alle condotte sostenibili assunte dalle imprese stesse nel medio-lungo termine. In tal senso, come già evidenziato, sono da giudicarsi positivamente i recenti orientamenti del legislatore e delle autorità di vigilanza volti a formalizzare in un quadro unitario e condiviso il fenomeno in questione.

In considerazione della mancanza di contributi accademici univoci e consolidati, nonché in considerazione dell'assenza delle disposizioni normative poc'anzi rappresentate, le prospettive future di ricerca potrebbero indagare per via empirica la relazione in questione utilizzando delle metriche (i) di sostenibilità alternative a quelle comunemente utilizzate che riflettano l'effettivo grado di sostenibilità del soggetto valutato, ovvero indicatori sviluppati per via indipendente a quelli comunemente disponibili nella prassi sulla base della documentazione pubblicamente disponibile, (ii) di sostenibilità maggiormente analitiche che apprezzino l'effettivo valore creato per il

contesto nel quale l'impresa si colloca e (iii) che valorizzino adeguatamente le peculiarità dei singoli intermediari bancari.

In ultimo, tornando a una lettura teorica del tema in oggetto, si evidenzia come la sostenibilità nell'ambito dell'impresa, intesa quale sistema di decisioni, presenta profili di riflessione teorica ancora aperti, in particolare circa il ruolo che essa assume nei processi decisionali d'impresa e le sue relazioni con i relativi obiettivi e criteri decisionali.

Tali profili, per la cui risoluzione appaiono necessarie riflessioni ulteriori, lasciano emergere ancora una volta e sempre di più, in un contesto qualificato da complessità crescente, la natura delle decisioni d'impresa quali decisioni a obiettivi multipli, che sottendono l'analisi e la valutazione di preferenze, obiettivi e criteri molteplici e differenziati e, così, la risoluzione dinamica di difficili *trade-off*.

In questo ambito, la sostenibilità, studiata tanto nell'ottica dei *driver* e degli obiettivi generali quanto in quella dei criteri a base del processo decisionale d'impresa, con le sottese possibili relazioni con i tradizionali obiettivi e criteri, appare viepiù profilarsi, nell'evoluzione recente dello scenario economico-sociale, quale aspirazione intrinseca del finalismo imprenditoriale.

BIBLIOGRAFIA

- ABATECOLA G., MANDARELLI G., POGGESI S. (2013), “The Personality Factor: How Top Management Teams Make Decisions. A Literature Review”, *Journal of Management and Governance*, vol. 17, n. 4: 1073-1100.
- ADAMS R. B., FERREIRA D. (2009), “Women in the boardroom and their impact on governance and performance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 94, n. 2: 291-309.
- AGUILERA R. V., WILLIAMS C. A., CONLEY J. M., RUPP D. E. (2006), “Corporate governance and social responsibility: A comparative analysis of the UK and the US”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 14, n. 3: 147-158.
- AIELLO M. A., ANGELICO C. (2022), “Climate change and credit risk: the effect of carbon taxes on Italian banks’ business loan default rates”, *Questioni di economia e finanza*, Banca d’Italia, aprile.
- AIFIRM – ASSOCIAZIONE ITALIANA FINANCIAL INDUSTRY RISK MANAGERS (2021), “L’integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito”, *Position paper*, n. 29: 1-86.
- AMADUZZI A. (1953), *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- AMADUZZI A. (1957), *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio d’impresa*, Cacucci Editore, Bari
- AMADUZZI A., PAOLONE G. (1986), *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino.
- AMF – AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, AFM – AUTORITEIT FINANCIËLE MARKTEN (2020), “Call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings, and related services”, *position paper*, dicembre.
- AMINI M., BIENSTOCK C. C. (2014), “Corporate sustainability; an integrative definition and framework to evaluate corporate practice and guide academic research”, *Journal of Cleaner Production*, vol. 76: 12-19.
- ANGELICO C., FAIELLA I., MICHELANGELI V. (2022), “Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un’indagine campionaria”, *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, Banca d’Italia, giugno.
- ANSOFF I. (1957), “Strategy for diversification”, *Harvard Business Review*, settembre-ottobre: 113-124.
- ANSOFF I. (1965), *Corporate Strategy*, Penguin Books, London (trad. it., *Strategia aziendale*, Etas Kompass, Milano, 1968).
- ANSOFF I. (1969), *Business Strategy*, Penguin Books, London (trad. it., *La strategia d’impresa*, FrancoAngeli, Milano, 1974).
- ATTIG N., EL GHOUL S., GUEDHAMI O., SUH J. (2013), “Corporate Social Responsibility and Credit Ratings”, *Journal of Business Ethics*, vol. 117, n. 4: 679-694.
- AVETISYAN E., HOCKERTS K. (2017), “The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression”, *Business Strategy and the Environment*, vol. 26, n. 3: 316-330.

-
- AZMI W., HASSAN M. K., HOUSTON R., KARIM M. S. (2021), “ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies”, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 70: 1-18.
- BAGWELL K. (1990), “Informational product differentiation as a barrier to entry”, *International Journal of Industrial Organization*, vol. 8, n. 2: 207-223.
- BALDINI M. A., BRONZETTI G., SICOLI G. (2018), “The influence of corporate governance’s decision on corporate social responsibility”, *International Journal of Business Performance Management*, vol. 19, n. 1: 16-35.
- BANCA D’ITALIA (2022), “Green fiscal policy measures and non-standard monetary policy in the Euro Area”, *Working paper*, luglio.
- BARILE S., GATTI C., RENZI A., VAGNANI G. (2022), *L’impresa. Fondamenti, profili economico-finanziari e sostenibilità*, McGraw-Hill, Milano.
- BARILE S., SANCETTA G., SIMONE C. (2013), *Business Management*, Cedam, Padova.
- BARTH F., HÜBEL B., SCHOLZ H. (2022), “ESG and Corporate Credit Spreads”, *SSRN Electronic Journal*: 2-4 (10.2139/ssrn.3179468).
- BAZERMAN M. H. (2002), *Judgment in Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons, New York.
- BCE – BANCA CENTRALE EUROPEA (2020), *Guida sui rischi climatici e ambientali: aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre.
- BCE – BANCA CENTRALE EUROPEA (2021), “To be or not to be “green”: how can monetary policy react to climate change?”, *Occasional paper*, novembre.
- BCE – BANCA CENTRALE EUROPEA (2022), “Climate change mitigation: how effective is green quantitative easing?”, *Working paper*, agosto.
- BEAR S., RHAMAN N., POST C. (2010), “Impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation”, *Journal of Business Ethics*, vol. 97, n. 2: 201-221.
- BECK T., DEMIRGÜÇ-KUNT A., LEVINE R. (2010), “Financial Institutions and Markets across Countries and over Time: The Updated Financial Development and Structure Database”, *The World Bank Economic Review*, vol. 24, n. 1: 77-92.
- BELLANTE F. (1995), *Linguaggio*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell’impresa. Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- BERG F., FABISIK K., SAUTNER Z. (2021a), “Is History Repeating Itself? The (Un)predictable Past of ESG Ratings”, *working paper*, European Corporate Governance Institute: 1-51.
- BERG F., KOELBEL J., RIGOBON R. (2021b), “Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings”, *working paper*, MIT Sloan School: 1-63.
- BIANCHI C. (1993), *Il modello aziendale come modello di economicità*, Edizioni Kappa, Roma.
- BILLIO M., COSTOLA M., HRISTOVA I., LATINO C., PELLIZON L. (2020), “Inside the ESG Ratings (Dis)agreement and performance”, *working paper*: 76-93.
- BIRINDELLI G., BONANNO G., DELL’ATTI S., IANNUZZI A. P. (2022), “Climate change commitment, credit risk and the country’s environmental performance: Empirical
-

-
- evidence from a sample of international banks”, *Business Strategy and the Environment*, vol. 31, n. 4: 1641-1655.
- BIRINDELLI G., FERRETTI P., INTONTI M., IANNUZZI A. P. (2015), “On the drivers of corporate social responsibility in banks: evidence from an ethical rating model”, *Journal of Management and Governance*, vol. 19, n. 2: 303-340.
- BIRINDELLI G., IANNUZZI A. P. (2019), “The impact of women leaders on environmental performance: Evidence on gender diversity in banks”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, n. 6: 1485-1499.
- BLACKROCK (2021), *Letter to CEOs*, gennaio.
- BOCCUZZI G. (2021), “Dalla sostenibilità economica alla sostenibilità sociale ESG. Le sfide per l’economia e la finanza”, *Bancaria*, n. 10: 37-50.
- BOCKEN N., SHORT S., RANA P., EVANS S. (2014), “A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes”, *Journal of Cleaner Production*, vol. 65: 42-56.
- BOSI G., TRENTO S. (2012), *Il governo dell’impresa. Economia e diritto della corporate governance*, Il Mulino, Bologna.
- BOTOSAN C. A. (2006), “Disclosure and the cost of capital: what do we know?”, *Accounting and Business Research*, vol. 36: 31-40.
- BOWEN H. R. (2013), *Social Responsibilities of the Businessman*, University of Iowa Press, Iowa City.
- BREUSCH T. S., PAGAN A. R. (1980), “The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics”, *Review of Economic Studies*, vol. 47, n. 1: 239-253.
- BROGI M., LAGASIO V. (2019), “Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different?”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, n. 3: 576-587.
- BUALLAY A. (2019), “Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector”, *Management of Environmental Quality An International Journal*, vol. 30, n. 1: 98-115.
- BUALLAY A., FADEL S. M., AL-AJMI J. Y., SAUDAGARAN S. (2020), “Sustainability reporting and performance of MENA banks: Is there a trade-off?”, *Measuring Business Excellence*, vol. 24, n. 2: 197-221.
- BUALLAY A., HAMDAN A., BARONE E. (2019), “Sustainability reporting and firm’s performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors”, *International Journal of Productivity and Performance Management*, vol. 69, n. 3: 431-445.
- BURANATRAKUL T., SWIERCZEK F. W. (2017), “Climate Change Strategic Actions in the International Banking Industry”, *Global Business Review*, vol. 19, n. 1: 32-47.
- CAFFERATA R. (2009), *Management in adattamento. Tra razionalità economica e imperfezione dei sistemi*, Il Mulino, Bologna.
- CAI L., HE C. (2022), “Corporate environmental responsibility and bank loans”, *Business Ethics, the Environmental & Responsibility*, vol. 31, n. 3: 741-761.
-

-
- CALLAN S. J., THOMAS J. M. (2011), "Executive compensation, corporate social responsibility and corporate finance performance: A multi-equation framework", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 18, n. 6: 332-351.
- CAMPBELL D. E., KELLY J. S. (1994), "Trade-off Theory", *American Economic Review*, vol. 84, n. 2: 422-426.
- CAMPBELL D., EDGARD D., STONEHOUSE G. (2011), *Business Strategy: an Introduction*, Palgrave Macmillan, London.
- CAPRARA U. (1946), *La Banca. Principii di economia delle aziende di credito*, Giuffrè Editore, Milano.
- CARNEVALE C., MAZZUCA M. (2014), "Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets", *Business Ethics: A European Review*, vol. 23, n. 1: 69-90.
- CARROLL A. B. (1979), "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance", *Academy of Management Review*, vol. 4, n. 4: 497-505.
- CASELLI L. (1966), *Teoria dell'organizzazione e processi decisionali nell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- CASELLI L. (1995), *Finalità generali dell'Impresa*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa. Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- CASH D. (2021), *Sustainability Rating Agencies Vs Credit Rating Agencies. The Battle to Serve the Mainstream Investor*, Palgrave Macmillan, Cham.
- CAVALIERI E. (1995a), *L'Economia Aziendale e gli Studi d'Impresa*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 2, FrancoAngeli, Milano.
- CAVALIERI E. (1995b), *Variabilità e strutture d'impresa*, Cedam, Padova.
- CED – COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT (1976), *Social Responsibilities of Business Corporations*, New York.
- CHATTERJI A., DURAND R., LEVINE D., TOUBOUL S. (2016), "Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers", *Strategic Management Journal*, vol. 37, n. 8: 1597-1614.
- CHEN I. J., HASAN I., LIN C. Y., NGUYEN T. N. V. (2021), "Do banks value borrowers' environmental record? Evidence from financial contracts", *Journal of Business Ethics*, vol. 174: 687-713.
- CHENG B., IOANNOU I., SERAFEIM G. (2014), "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, vol. 35, n. 1: 1-23.
- CHENG E. C. M., COURTENAY S. M. (2006), "Board composition, regulatory regime, and voluntary disclosure", *The International Journal of Accounting*, vol. 41, n. 3: 262-289.
- CHERUBINI S. (1995), *Comunicazione esterna*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- CHIH H. L., CHIH H. H., CHEN T. Y. (2010), "On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry", *Journal of*
-

-
- Business Ethics*, vol. 93, n. 1: 115-135.
- CIPOLLONE P. (2022), “The Role of Central Banks for Green Finance”, convegno “Second Digital Day”, 11-12 marzo, Università di Firenze, Banca d’Italia.
- CLAASEN D., RICCI C. (2015), “CEO compensation structure and corporate social performance. Empirical evidence from Germany”, *Die Betriebswirtschaft*, vol. 75, n. 5: 327-343.
- CLARKSON B. E. (1995), “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance”, *The Academy of Management Review*, vol. 20, n. 1: 92-117.
- CODA V. (1989), *La formula imprenditoriale*, in Airoldi G., Brunetti G., Coda V. (a cura di), *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna.
- CODA V. (1991), *Comunicazione e immagine della strategia dell’impresa*, Giappichelli, Torino.
- CODA V. (1995), *L’orientamento strategico dell’impresa*, Utet, Torino.
- COLOMBI F. (2003), *Finanza condizionata e teoria del valore. Del merito e del metodo*, vol 1, Aracne Editrice, Roma.
- COMITATO DI BASILEA (2022), *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks*, giugno.
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2020), *Codice di Corporate Governance*, gennaio.
- COMMISSIONE BRUNDTLAND (1987), “Our Common Future”, *Report of the World Commission on Environment and Development*, United Nations.
- COMMISSIONE EUROPEA (2018a), *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, marzo.
- COMMISSIONE EUROPEA (2018b), “Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo”, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni*, marzo.
- COMMISSIONE EUROPEA (2019a), “Il Green Deal Europeo”, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e Al Comitato Delle Regioni*, dicembre.
- COMMISSIONE EUROPEA (2019b), “Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: Integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima”, *Comunicazione 2019/C 209/01*, giugno.
- COMMISSIONE EUROPEA (2020), *Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research*, novembre.
- COMMISSIONE EUROPEA (2021), *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento (UE) n. 537/2014 per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità*, aprile.
- CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (2017),
-

-
- “Disposizioni Attuative del Decreto Legislativo 30 dicembre 2016, n. 254 Relativo alla Comunicazione di Informazioni di Carattere Non Finanziario”, *Documento di consultazione*, luglio.
- CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (2021a), *Report 2020 on non-financial reporting of Italian listed companies*, giugno.
- CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (2021b), *Relazione per l’anno 2020*, marzo.
- CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (2022a), “Pubblicazione dell’elenco dei soggetti che nel periodo dal 1° gennaio al 31 dicembre 2021 hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria relativa all’esercizio finanziario avente inizio a partire dal 1° gennaio 2020”, *Determinazione dirigenziale*, n. 61, febbraio.
- CONSOB – COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (2022b), *Report 2021 on non-financial reporting of Italian listed companies*, giugno.
- CORNELL B., DAMODARAN A. (2020), “Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?”, *The Journal of Impact and ESG Investing*: 76-93.
- CORNETT M. M., ERHEMJAMTS O., TEHRANIAN H. (2016), “Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 70: 137-159.
- COSMA S., LEOPIZZI R., PIZZI S., TURCO M. (2021), “The stakeholder engagement in the European banks: Regulation versus governance. What changes after the NF directive?”, *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, vol. 28, n. 3: 1091-1103.
- COULSON A. B. (2009), “How should banks govern the environment? Challenging the construction of action versus veto”, *Business Strategy and the Environment*, vol. 18, n. 3: 149-161.
- CREMONA B. M., PASSADOR M. L. (2019), “What About the Future of European Banks? Board Characteristics and ESG Impact”, *Securities Regulation Law Journal*, vol. 47, n. 4: 319-364.
- CRESPI F., MIGLIAVACCA M. (2020), “The Determinants of ESG Rating in the Financial Industry: The Same Old Story or a Different Tale?”, *Sustainability*, vol. 12, n. 16: 1-20.
- CUCARI N., ESPOSITO DE FALCO S., ORLANDO B. (2018), “Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 25, n. 3: 250-266.
- CYERT R. M., MARCH J. J. (1963), *A Behavioural Theory of the Firm*, Practice-Hall, New York (trad. it., *Teoria del comportamento dell’impresa*, Franco Angeli, Milano, 1985).
- D’AMICO A. (1997), *La funzione armonizzatrice degli interessi convergenti nell’impresa*, Giappichelli, Torino.
-

-
- DAMODARAN A. (2006), *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment And Corporate Finance*, John Wiley & Sons (trad. it., *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2010).
- DE SANTIS G. (1995), *Responsabilità sociale*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- DELL'ATTI S., TROTTA A., IANNUZZI A. P., DEMARIA F. (2017), "Corporate social responsibility engagement as a determinant of bank reputation: an empirical analysis", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 24, n. 6: 589-605.
- DELMAS M. A., ETZION D., NAIRN-BIRCH N. (2013), "Triangulating environmental performance: What do corporate social responsibility ratings really capture?", *Academy of Management Perspectives*, vol. 27, n. 3: 255-267.
- DEVALLE A., FIANDRINO S., CANTINO V. (2017), "The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A firm-level perspective analysis", *International Journal of Business and Management*, vol. 12, n. 9: 53-65.
- DHALIWAL D. S., RADHAKRISHNAN S., TSANG A., YANG Y. G. (2012), "Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure", *The Accounting Review*, vol. 87, n. 3: 723-759.
- DI BERNARDO B., RULLANI E. (1990), *Il management e le macchine*, il Mulino, Bologna.
- DIAMOND D. W., VERRECCHIA R. E. (1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 4: 1325-1359.
- DIKAU S., VOLZ U. (2021), "Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance", *Ecological Economics*, vol. 184, n. 6: 1-20.
- DONALDSON T., PRESTON L. (1995), The Stakeholder Theory of Corporation: Concepts, Evidence, Implications, *Academy of Management Review*, vol. 20: 65-91.
- DONNA G. (1995), *Valutazione delle strategie*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- DORFMAN R., STEINER P. O. (1954), "Optimal advertising and optimal quality", *American Economic Review*, vol. 44, n. 5: 826-836.
- DRUCKER P. F. (1984), "The new meaning of corporate social responsibility", *California management review*, vol. 26, n. 2: 53-63.
- DRUCKER P. F. (2001), *The Essential Drucker*, Harper Collins Publisher, New York (trad. it, *Il management, l'individuo, la società*, FrancoAngeli, Milano, 2002).
- EBA – EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2019), *EBA Action Plan on Sustainable Finance*, dicembre.
- EBA – EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2020a), "On management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms", *Discussion paper*, ottobre.
- EBA – EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2020b), "On loan origination and monitoring", *Guidelines*, maggio.
-

-
- EBA – EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2021a), *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, giugno.
- EBA – EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2021b), *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise*, maggio.
- EBA – EUROPEAN BANKING AUTHORITY (2022), *Final Report. Final draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks in accordance with Article 449a CRR*, gennaio.
- EDMANS A. (2022), “The End of ESG”, *working paper*, n. 847: 1-26.
- EKANAYAKE A., PERERA H., PERERA S. (2009), “Towards a framework to analyse the role of accounting in corporate governance in the banking sector”, *Journal of Applied Management Accounting Research*, vol. 7, n. 2: 21-40.
- EL GHOUL S., GUEDHAMI O., KWOK C. C. Y., MISHRA D. R. (2011), “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, n. 9: 2388-2406.
- ENEL (2020), *Bilancio di sostenibilità*.
- ENTINE J. (2003), “The myth of social investing”, *Organization and Environment*, vol. 16, n. 3: 352-368.
- ESCRIG-OLMEDO E., FERNANDEZ-IZQUIERDO M., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J., MUÑOZ-TORRES M. (2019), “Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles”, *Sustainability*, vol. 11, n. 3: 1-16.
- ESMA – EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2019), *ESMA’s technical advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II*, aprile.
- ESMA – EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2021), *ESMA Letter to EC on ESG Ratings, ESMA 30-379-423*, gennaio.
- EVAN W., FREEMAN R. E. (1988), “A Stakeholder Theory of Modern Corporation: Kantian Capitalism”, in Beauchamp T., Bowie N. (1988), *Ethical Theory and Business*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- FAIELLA I., LAVECCHIA L., MICHELANGELI V., MISTRETTA A. (2022), “A climate stress test on the financial vulnerability of Italian households and firms”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 4, n. 2: 396-417.
- FAZZI R. (1984), *Il governo d’impresa*, vol. 1, Giuffrè Editore, Milano.
- FERRANDO P. M. (2010), “Teoria della Creazione del Valore e Responsabilità Sociale dell’Impresa”, *Impresa Progetto – Electronic Journal of Management*, n. 1: 1-18.
- FERRARA G. (1995), *Pianificazione strategica*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell’impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 2, FrancoAngeli, Milano.
- FERRARA G., GENCO P. (1995), *Strategie*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell’impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 2, FrancoAngeli, Milano.
- FERRARESE P. (1996), *Il modello economico-finanziario*, in Volpato G. (a cura di), *La gestione d’impresa*, Cedam, Padova.
- FERRELL A., LIANG H., RENNEBOOG L. (2016), “Socially responsible firms”, *Journal of Financial Economics*, vol. 122, n. 3: 585-606.
-

-
- FERRERO G. (1968), *Istituzioni di economia aziendale*, Giuffrè Editore, Milano.
- FERRERO G. (1987), *Impresa e management*, Giuffrè Editore, Milano.
- FIOCCA R. (1993), *Relazioni, valore e comunicazione d'impresa*, Egea, Milano.
- FOMBRUN C., SHANLEY M. (1990), "What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy", *The Academy of Management Journal*, vol. 33, n. 2: 233-258.
- FORCADELL F. J., ARACIL E. (2017), "European banks' reputation for corporate social responsibility", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 24, n. 1: 1-14.
- FORGIONE A. F., LAGUIR I., STAGLIANÒ R. (2020), "Effect of corporate social responsibility scores on bank efficiency: The moderating role of institutional context", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 27, n. 5: 2094-2106.
- FORNASARI F. (2020), "Knowledge and Power in Measuring the Sustainable Corporation: Stock Exchanges as Regulators of ESG Factors Disclosure", *Washington University Global Studies Law Review*, vol. 19, n. 2: 167-230.
- FREEMAN R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press, Cambridge.
- FREY M. (1995), *Ambiente naturale*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa. Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- FRÍAS-ACEITUNO J. V., RODRÍGUEZ-ARIZA L., GARCÍA-SÁNCHEZ I. M. (2013), "The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 20, n. 4: 219-233.
- FRIEDE G., BUSCH T., BASSEN A. (2015), "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, vol. 5, n. 4: 210-233.
- FRIEDMAN M. (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
- FRIEDMAN M. (1970), "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *New York Times*, settembre.
- FURRER B., HAMPRECHT J., HOFFMAN V. H. (2012), "Much ado about nothing? How banks respond to climate change?", *Business and Society*, vol. 51, n. 1: 62-68.
- GALBREATH J. (2013), "ESG in Focus: The Australian Evidence", *Journal of Business Ethics*, vol. 188, n. 3: 529-541.
- GALBREATH J. (2018), "Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR", *Business and Society*, vol. 57, n. 5: 863-889.
- GALLETTA S., MAZZÙ S., NACITI V. (2022), "A bibliometric analysis of ESG performance in the banking industry: From the current status to future directions", *Research in International Business and Finance*, vol. 62: 1-27.
- GANGI F., MUSTILLI M., VARRONE N. (2019), "The impact of corporate social responsibility (CSR) knowledge on corporate financial performance: evidence from the European banking industry", *Journal of Knowledge Management*, vol.
-

-
- 23, n. 1: 110-134.
- GARCÍA-MECA E., PUCHETA-MARTÍNEZ M. C. (2018), “How Institutional Investors on Boards Impact on stakeholder Engagement and Corporate Social Responsibility Reporting”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 25, n. 3: 237-249.
- GARCIA-TOREA N., FERNANDEZ-FEIJOO B., DE LA CUESTA M. (2016), “Board of director’s effectiveness and the stakeholder perspective of corporate governance: Do effective boards promote the interests of shareholders and stakeholders?”, *BRQ Business Research Quarterly*, vol. 19, n. 4: 246-260.
- GARUD R., SHAPIRA Z. (1997), *Aligning the residuals: Risk, return, responsibility, and authority*, in Shapira Z. (a cura di), *Organizational decision making*, Cambridge University Press, Cambridge.
- GATTI C. (2014), *La misurazione della performance nel governo dell’impresa*, Cedam, Padova.
- GIANNESI E. (1979), *Appunti di Economia Aziendale*, Pacini Editore, Pisa.
- GIBSON R., KRUEGER P., SCHMIDT P. S. (2019), “ESG rating disagreement and stock returns”, *working paper*, European Corporate Governance Institute: 1-47.
- GILL A. (2008), “Corporate governance as social responsibility: a research agenda”, *Berkeley Journal of International Law*, vol. 26, n. 2: 452-478.
- GILLAN S. L., KOCH A., STARKS L. T. (2021), “Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 66: 1-39.
- GIUDICI E. (1995), *Efficienza ed efficacia*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell’impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 2, FrancoAngeli, Milano.
- GOLINELLI G. M. (2017), *L’Approccio Sistemico Vitale (ASV) al governo dell’impresa. Verso l’impresa sistema sostenibile*, vol. 1, Cedam, Padova.
- GOLINELLI G. M., VOLPE L. (2012), *Consonanza, Valore, Sostenibilità: Verso l’Impresa Sostenibile*, Cedam, Padova.
- GOSS A., ROBERTS G. S. (2011), “The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, n. 7: 1794-1810.
- GOZZI A. (1995), *Processi decisionali*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell’impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 2, FrancoAngeli, Milano.
- GRAY R., KOUHY R., LAVERS S. (1995), “Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 8, n. 2: 47-77.
- GSSB – GLOBAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (2016), *GRI Standards*.
- GSSB – GLOBAL SUSTAINABILITY STANDARDS BOARD (2021), *GRI Standards*.
- GUATRI L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano.
- GUATRI L., BINI M. (2002), *Principi e linee guida professionali*, vol. 1, Università Bocconi Editore, Milano.
- GUATRI L., BINI M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
-

-
- HANSON D., LYONS T., BENDER J., BERTOCCI B., LAMY B. (2017), “Analysts' Roundtable on Integrating ESG into Investment Decision-Making”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 29, n. 2: 44-55.
- HAUSMAN J. A. (1978), “Specification Tests in Econometrics”, *Econometrica*, vol. 46, n. 6: 1251-1271.
- HAWN O., IOANNOU I. (2016), “Mind the gap: the interplay between external and internal actions in the case of corporate social responsibility”, *Strategic Management Journal*, vol. 37, n. 13: 2569-2588.
- HEBB T. (2011), *The Next Generation of Responsible Investing*, Springer, London.
- HENGST I. A., JARZABKOWSKI P., HOEGL M., MUETHEL M. (2020), “Toward a process theory of making sustainability strategies legitimate in action”, *Academy of Management Journal*, vol. 63, n. 1: 246-271.
- HOEPNER A., OIKONOMOU I., SCHOLTENS L. J. R., SCHRÖDER M. (2016), “The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: an international investigation”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 43, n. 12: 158-190.
- HOFER C. W., SCHENDEL D. (1978), *Strategy formulation: Analytical concepts*, West Pub Co, St. Paul (trad. it., *La formulazione della strategia aziendale*, FrancoAngeli, Milano, 1988).
- HOLLESEN S. (2010), *Marketing Planning A Global Perspective*, McGraw-Hill, London.
- IFRS FOUNDATION (2021a), *IFRS Foundation Trustees' Feedback Statement on the Consultation Paper on Sustainability Reporting*, aprile.
- IFRS FOUNDATION (2021b), *Statement of the IFRS Foundation Monitoring Board on the IFRS Foundation's announcement of the International Sustainability Standards Board*, novembre.
- IIRC – INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL (2021), *International <IR> Framework*, gennaio.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND, OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2021), *Tax Policy and Climate Change: IMF/OECD Report for the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, aprile.
- IRENA – International Renewable Energy Agency (2018), *Global Landscape of Renewable Energy Finance*, gennaio.
- JIAO Y. (2010), “Stakeholder welfare and firm value”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, n. 10: 2549-2561.
- JOHNSON H. (1971), *Business in Contemporary Society: Framework and Issues*, Wadsworth Pub. Co, Belmont.
- KASSINIS G., PANAYIOTOU A., DIMOU A., KATSIFARAKI G. (2016), “Gender and environmental sustainability: A longitudinal analysis”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 23, n. 6: 399-412.
- KAYMAK T., BEKTAS E. (2017), “Corporate social responsibility and governance:
-

-
- Information disclosure in multinational corporations”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 24, n. 6: 555-569.
- KEENEY R. L., RAIFFA H. (1993), *Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value Tradeoffs*, Cambridge University Press, Cambridge.
- KENT P., MONEM R. (2008), “What drives TBL reporting: good governance or threat to legitimacy?”, *Australian Accounting Review*, vol. 18, n. 4: 297-309.
- KHAN M., SERAFEIM G., YOON A. (2016), “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”, *The Accounting Review*, vol. 91, n. 6: 1697-1724.
- KING R. G., LEVINE R. (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n. 3: 717-737.
- KOLK A., PINKSE J. (2010), “The integration of corporate governance in corporate social responsibility disclosures”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 17, n. 1: 26-150.
- KONRAD A., KRAMER V. W. (2006), “How many women do boards need?”, *Harvard Business Review*, vol. 84, n. 12: 22-24.
- LA TORRE M. (2022), “Banche e finanza sostenibile: per un business model ESG-oriented”, *Bancaria*, n. 5: 2-19.
- LA TORRE M., LEO S., PANETTA I. C. (2021), “Banks and environmental, social and governance drivers: Follow the market or the authorities?”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 28, n. 6: 1620-1634.
- LANDI G. (2020), *Sostenibilità e rischio d'impresa. Evidenze e criticità dei Rating ESG*, Cedam, Padova.
- LANDI G., TOMO A. (2017), *The dark side of ethics in finance*, in Caldarelli A. Stachowicz-Stanusch A., Mangia G. (a cura di), *Organizational Social Irresponsibility. Tools and Theoretical Insights*, Information Age Publishing Inc., Charlotte.
- LANG L. H. P., STULZ R. M. (1994), “Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance”, *Journal of Political Economy*, vol. 102, n. 6: 1248-1280.
- LENGNICK-HALL C. A., BECK T. E., LENGNICK-HALL M. L. (2011), “Developing a capacity for organizational resilience through strategic human resource management”, *Human Resource Management Review*, vol. 21, n. 3: 243-255.
- LEV B. (2017), “Evaluating Sustainable Competitive Advantage”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 29, n. 2: 70-76.
- LEVITT B., MARCH J. G. (1988), “Organizational Learning”, *Annual Review of Sociology*, vol. 14: 319-340.
- LI S., FETSCHERIN M., ALON I., LATTEMANN C., YEH K. (2010), “Corporate social responsibility in emerging markets”, *Management International Review*, vol. 50, n. 5: 635-654.
- LIAO L., LUO L., TANG Q. (2015), “Gender diversity, board independence, environmental committee, and greenhouse gas disclosure”, *The British Accounting Review*, vol. 47, n. 4: 409-424.
- LINDENBERG E. B., ROSS S. A. (1981), “Tobin's q Ratio and Industrial Organization”,
-

-
- Journal of Business*, vol. 54, n. 1: 1-32.
- LUO X., WANG H., RAITHEL S., ZHENG Q. (2015), "Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns", *Strategic Management Journal*, vol. 36, n. 1: 123-136.
- MACKENZIE C. (2007), "Boards, incentives and corporate social responsibility: the case for a change of emphasis", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n. 5: 935-943.
- MARGOLIS J. D., ELFENBEIN H. A., WALSH J. P. (2009), "Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance", *SSRN Electronic Journal*: 1-79 (10.2139/ssrn.1866371).
- MARSAT S., WILLIAMS B. (2014), "Does the Market Value Social Pillar?", *SSRN Electronic Journal*: 1-21 (10.2139/ssrn.2419387).
- MASINI C. (1970), *Lavoro e risparmio. Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- MCDONALD D., PUXTY A. G. (1979), "An inducement-contribution approach to corporate financial reporting", *Accounting, Organizations and Society*, vol. 4, n. 1-2: 53-65.
- MCDONALD M., HUGH W. (2011), *Marketing Plans, how to prepare them how to use them*, John Wiley & Sons, Chichester.
- MILGROM P., ROBERTS J. (1986), "Price and advertising signals of product quality", *Journal of Political Economy*, vol. 94, n. 4: 796-821.
- MINTZBERG H. (1994), *The Rise and Fall of Strategic Planning*, Prentice Hall International Limited, New York (trad. it., *Ascesa e declino della pianificazione strategica*, Isedi, Milano, 1996).
- MINTZBERG H., WATERS J. A. (1985), "Of Strategies, Deliberate and Emergent", *Strategic Management Journal*, vol. 6, n. 3: 257-272.
- MIRALLES-QUIRÒS M. M., MIRALLES-QUIRÒS J. L., GONÇALVES L. M. V., REDONDO-HERNÁNDEZ J. (2018), "The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case", *Sustainability*, vol. 10, n. 3: 1-15.
- MIRALLES-QUIRÒS M. M., MIRALLES-QUIRÒS J. L., REDONDO-HERNÁNDEZ J. (2019a), "ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences", *Sustainability*, vol. 11, n. 5: 1-15.
- MIRALLES-QUIRÒS M. M., MIRALLES-QUIRÒS J. L., REDONDO-HERNÁNDEZ J. (2019b), "The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, n. 6: 1446-1456.
- MOHR L. A., WEBB D. J., HARRIS K. E. (2001), "Do Consumers Expect Companies to be Socially Responsible? The Impact of Corporate Social Responsibility on Buying Behavior", *The Journal of Consumer Affairs*, vol. 35, n. 1: 45-72.
- MONEY K., SCHEPERS H. (2007), "Are CSR and corporate governance converging? a view from boardroom directors and company secretaries in FTSE 100 Companies in the UK", *Journal of General Management*, vol. 33, n. 2: 1-11.
-

-
- MOSS S. J. (1981), *An economic theory of business strategy*, Robertson, Oxford.
- MOTTURA P. (2011), *Banche. Strategie, organizzazione e concentrazioni*, Egea, Milano.
- NG A. C., ZABIHOLLAH R. (2015), “Business sustainability performance and cost of equity capital”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 34: 128-149.
- NGUYEN P., KECSKÉS A., MANSI S. (2020), “Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 112: 1-65.
- NIZAM E., NG A., DEWANDARU G., NAGAYEV R., NKOKA M. A. (2019), “The impact of social and environmental sustainability on financial performance: A global analysis of the banking sector”, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 49: 35-53.
- NORMANN R. (1979), *Le condizioni di sviluppo dell'impresa*, Etas, Milano.
- OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2012), “The role of institutional investors in financing clean energy”, *working papers on finance, insurance and private pensions*, n. 23: 1-54.
- OLIVEIRA J., AZEVEDO G., SILVA M. J. (2019), “Institutional and economic determinants of corporate social responsibility: institutional perspective”, *Meditari Accountancy Research*, vol. 27, n. 2: 196-227.
- ONADO M. (2004), *La banca come impresa*, Il Mulino, Bologna.
- ONIDA P. (1954), *Azienda: primi principi di gestione e organizzazione*, Giuffrè, Milano.
- ONIDA P. (1970), *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano.
- ONIDA P. (1971), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- PALMIERI E., GERETTO E. F., POLATO M. (2022), “Performance Esg e impatti sulle probabilità di default a medio-lungo termine: il caso europeo”, *Bancaria*, vol. 6: 20-41.
- PANATI G., GOLINELLI G. M. (1997), *Tecnica economica industriale e commerciale. Imprese, strategie e management*, La Nuova Italia Scientifica, Roma.
- PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO (2014), *Direttiva 2014/95/UE*, novembre.
- PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO (2019), *Regolamento UE 2019/2088*, dicembre.
- PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO (2020), *Regolamento UE 2020/852*, giugno.
- PATELLI L., PRENCIPE A. (2007), “The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder”, *European Accounting Review*, vol. 16, n. 1: 5-33.
- PETERS G. F., ROMI A. M. (2014), “Does the voluntary adoption of corporate governance mechanisms improve environmental risk disclosures? Evidence from greenhouse gas emission accounting”, *Journal of Business Ethics*, vol. 125, n. 4: 637-666.
- PISONI P., DEVALLE A. (2016), *Analisi finanziaria*, Giuffrè Editore, Milano.
-

-
- PORRETTA P. (2021), *Integrated Risk Management. Regole, rischi, capitale, liquidità e nuove opportunità strategiche*, Egea, Milano.
- PORTER M. E. (2008), *On competition*, Harvard Business Review Press, Harvard.
- PORTER M. E., KRAMER M. R. (2006), “Strategy & Society: The link between competitive advantage and Corporate Social Responsibility”, *Harvard Business Review*, vol. 84, n. 12: 78-92.
- PORTER M. E., KRAMER M. R. (2011), “The Big Idea: Creating Shared Value. How to Reinvent Capitalism and Unleash a Wave of Innovation and Growth”, *Harvard Business Review*, vol. 89, n. 1-2: 62-77.
- PORTER M. E., VAN DER LINDE C. (1995), “Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4: 97-118.
- RAPPAPORT A. (1986), *Creating shareholder value*, Free Press, New York.
- RESTI A., SIRONI A. (2021), *Rischi e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Egea, Milano.
- ROBINSON M., KLEFFNER A., BERTELS S. (2011), “Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership”, *Journal of Business Ethics*, vol. 101, n. 3: 493-505.
- ROLLI R. (2020), *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Il Mulino, Bologna.
- ROWLEY T. J. (1997), “Moving beyond dyadic ties: a network theory of stakeholder influences”, *Academy of Management Review*, vol. 22: 887–910.
- RULLANI E. (1984), *La teoria dell'impresa: soggetti, sistemi, evoluzione*, in Rispoli M. (a cura di), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, Il Mulino, Bologna.
- RUOZI R. (2016), *Economia della banca*, Egea, Milano.
- RUTIGLIANO M. (2020), *Il bilancio delle banche e degli altri intermediari finanziari*, Egea, Milano.
- SABATINI G. (2022), “Verso una finanza sostenibile per un'economia sostenibile”, *Bancaria*, n. 6: 2-7.
- SAPPELLI G. (1995), *Finalità d'impresa, governo, valori*, in Caselli L. (a cura di), *Le parole dell'impresa, Guida alla lettura del cambiamento*, vol. 1, FrancoAngeli, Milano.
- SASB – SUSTAINABILITY ACCOUNTING STANDARDS BOARD (2018), *Commercial Banks: Sustainability Accounting Standards*, ottobre.
- SCHOLTENS B. (2006), “Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility”, *Journal of Business Ethics*, vol. 68: 19-33.
- SCIARELLI M., TANI M. (2013), “Network approach and stakeholder management”, *Business Systems Review*, vol. 2, n. 2: 175-190.
- SCIARELLI S. (1997), *Economia e Gestione dell'Impresa*, Cedam, Padova.
- SCIARELLI S. (2004), *Fondamenti di economia e gestione delle imprese*, Cedam, Padova.
-

-
- SCOPELLITI M. A. (2021), “Rating di sostenibilità: stato dell’arte e prospettive”, *Bancaria*, n. 11: 36-38.
- SENGUPTA P. (1998), “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”, *The Accounting Review*, vol. 73, n. 4: 459-474.
- SETHI S. P. (2002), “Standards for corporate conduct in the international arena: challenges and opportunities for multinational corporations”, *Business and Society Review*, vol. 107, n. 1: 20-40.
- SHEN C. H., LEE C. C. (2005), “Same Financial Development Yet Different Economic Growth: Why?”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 38, n. 7: 1907-1944.
- SHILTON J., MCGREGOR J., TREMAINE M. (1996), “Feminizing the boardroom: A study of the effects of corporatization on the number and status of women directors in New Zealand companies”, *Women in Management Review*, vol. 11, n. 3: 20-26.
- SIANI G. (2022), “I fattori ESG nel sistema finanziario: il ruolo della vigilanza”, convegno “Rischi ESG nel rapporto banca impresa”, 11 marzo, Ned Community, Banca d’Italia.
- SIMON H. A. (1957), *Administrative Behavior*, MacMillan, New York, (trad. it., *Il comportamento amministrativo*, Il Mulino, Bologna, 2001).
- SIMON H. A. (1969), *The Science of the Artificial*, The Mit Press, Cambridge.
- SLATER D. J., DIXON-FOWLER H. R. (2009), “CEO international assignment experience and corporate social performance”, *Journal of Business Ethics*, vol. 89, n. 3: 473-489.
- SOANA M. G. (2011), “The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector”, *Journal of Business Ethics*, vol. 104, n. 1: 133-148.
- STEWART B. (1991), *The quest for value*, Stern Stewart & Co, New York.
- TAMI A. (2013), *Oltre la banca. Verso una finanza sostenibile: dall’analisi economico finanziaria all’analisi ESG*, FrancoAngeli, Milano.
- TCFD – TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (2017), *Final report. Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, giugno.
- TCFD – TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES (2018), *Status report*, settembre.
- TEUBNER G. (1988), “Enterprise Corporativism: New Industrial Policy and the “Essence” of Legal Person”, *The American Journal of Comparative Law*, vol. 36, n. 1: 130-155.
- THOMÄ J., GIBHARDT K. (2019), “Quantifying the potential impact of a green supporting factor or brown penalty on European banks and lending”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 27, n. 3: 380-394.
- TONG X., LAI K. H., ZHU Q., ZHAO S., CHEN J., CHENG T. C. E. (2018), “Multinational enterprise buyers’ choices for extending corporate social responsibility practices to suppliers in emerging countries: A multi-method study”, *Journal of Operations Management*, vol. 63: 25-43.
-

-
- TULLY S. M., WINER R. S. (2014), "The Role of the Beneficiary in Willingness to Pay for Socially Responsible Products: A Meta-analysis", *Journal of Retailing*, vol. 90, n. 2: 255-274.
- TURCO M. (2013), *La cultura aziendale quale leva dello sviluppo integrale dell'azienda e del contesto territoriale*, in Guido G., Massari S. (a cura di), *Lo sviluppo sostenibile. Ambiente, Risorse, Innovazione, Qualità*, FrancoAngeli, Milano.
- TUTINO F. (2015), *La banca. Economia, finanza, gestione*, Il Mulino, Bologna.
- UTZ S. (2019), "Corporate scandals and reliability of ESG assessment: Evidence from an international sample", *Review of Managerial Science*, vol. 13, n. 11: 483-511.
- VACCÀ S. (1985), "L'economia d'impresa alla ricerca di una identità", *Economia e Politica Industriale*, n. 45: 87-118.
- VAN'T KLOOSTER J., VAN TILBURG R. (2020), *Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs*, Positive Money Europe, Bruxelles.
- VANHAMME J., LINDGREEN A., REAST J., VAN POPERING N. (2012), "To do well by doing good: improving corporate image through cause-related marketing", *Journal of Business Ethics*, vol. 109, n. 3: 259-274.
- VELTE P. (2016), "Sustainable management compensation and ESG performance – the German case", *Problems and Perspectives in Management*, vol. 14, n. 4: 17-24.
- VICARI S. (1991), *L'impresa vivente*, Etas, Milano.
- VICARI S. (1998), *La creatività dell'impresa, tra caso e necessità*, Etas, Milano.
- VITOLLA F., RUBINO M. (2012), *Il reporting socio-ambientale e di sostenibilità. Contenuti della disclosure e qualità delle informazioni*, Egea, Milano.
- WADDOCK S. A., GRAVES S. B. (1997), "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, vol. 18, n. 4: 303-319.
- WEBER O. (2005), "Sustainability Benchmarking of European Banks and Financial Service Organizations", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 12, n. 2: 73-87.
- WEBER O. (2012), "Environmental Credit Risk Management in Banks and Financial Service Institutions", *Business Strategy and the Environment*, vol. 21, n. 4: 248-263.
- WEBER O. (2017), "Corporate sustainability and financial performance of Chinese banks", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, vol. 8, n. 3: 358-385.
- WEBER O., SCHOLZ R. W., MICHALIK G. (2010), "Incorporating Sustainability Criteria into Credit Risk Management", *Business Strategy and the Environment*, vol. 19, n. 1: 39-50.
- WEF – WORLD ECONOMIC FORUM (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*, settembre.
- WEIGELT K., CAMERER C. (1988) "Reputation and Corporate Strategy: A Review of Recent Theory and Applications", *Strategic Management Journal*, vol. 9, n. 5:
-

443-454.

WITOLD J. H., MCGLINCH J. (2019), “ESG, Material Credit Events and Credit Risk”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 31, n. 2: 105-117.

WU M. W., SHEN C. H. (2013), “Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, n. 9: 3529-3547.

ZAPPA G. (1956), *Le produzioni nell’economia delle imprese*, Giuffrè, Milano.

ZAPPA G. (1962), *Economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano.

ZEIDAN R., BOECHAT C., FLEURY A. (2015), “Developing a Sustainability Credit Score System”, *Journal of Business Ethics*, vol. 127, n. 2: 283-296.

ZIOLO M., FILIPIAK B. Z., BAŁK I., CHEBA K. (2019), “How to Design More Sustainable Financial Systems: The Roles of Environmental, Social and Governance Factors in the Decision-Making Process”, *Sustainability*, vol. 11, n. 20: 1-34.