

*STUDI DI RAGIONERIA E DI ECONOMIA AZIENDALE*

*Collana accreditata presso  
l'Accademia Italiana di Economia Aziendale*



**Simona Arduini**

## **ESG E FINANZA**

**Considerazioni sul mercato dei crediti deteriorati**

**G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO**

## *Premessa*

In passato, accostare i termini “ESG” e “finanza” era considerato un ossimoro.

L’affermazione del capitalismo manageriale azionario-finanziario, infatti, anche a seguito della crisi di liquidità e di solvibilità degli anni 2007-2008, ha fatto emergere il tema delle imprese “irresponsabili”, volte alla massimizzazione del reddito e del valore economico, incentrate sulla realizzazione delle finalità degli azionisti, ma incuranti degli interessi (diversi da quelli minimi, tutelati dalla legge) degli altri *stakeholder*.

L’attenzione posta dalla dottrina e dal legislatore europeo, negli anni più recenti, alle tematiche collegate all’ambiente, alla dimensione sociale e al governo dell’impresa non solo ha evidenziato che è possibile coniugare sostenibilità e finanza, ma ha condotto a una proliferazione di norme, di ricerche scientifiche, di notizie di stampa, tali da trasformare l’ossimoro in un pleonasma.

L’obiettivo del presente lavoro è condurre un’approfondita riflessione sui temi “ESG” (*environmental, social, governance*) e sulla loro possibile applicazione al mercato delle imprese che si occupano di transazioni, di gestione e di recupero dei crediti deteriorati.

Il lavoro si fonda sulla constatazione che, sebbene l’accademia si sia ripetutamente occupata dei temi della sostenibilità, della responsabilità d’impresa, dell’impegno ESG, la loro possibile coniugazione con il contesto operativo bancario e finanziario e, in particolare con il mercato dei crediti deteriorati, è tuttora inesplorata nella dottrina e poco roduta nella prassi. Il lavoro, pertanto, vuole tentare di colmare il vuoto esistente in dottrina e fornire, altresì, indicazioni utili per gli operatori del settore.

Le domande di ricerca alle quali il lavoro mira a rispondere sono le seguenti:

- quale è lo stato dell’arte della normativa comunitaria sulla sostenibilità nei mercati bancari e finanziari?
- A quali filoni di ricerca si è dedicata la letteratura in tema di crediti deteriorati?
- È possibile migliorare il livello di sostenibilità delle imprese che si occupano delle transazioni, della gestione e della riscossione di crediti deteriorati? Mediante quali strumenti?

Al fine di rispondere alle domande di ricerca si strutturerà il lavoro come segue.

Nel primo capitolo si tratterà dei temi della sostenibilità, della responsabilità d’impresa e di ESG, nonché delle loro mutue relazioni, alla luce dei principali contributi forniti dalla letteratura nazionale e internazionale. In particolare, con riferimento alla sostenibilità, se ne descriveranno le origini teoriche, le differenze con il concetto di responsabilità, i rapporti con la resilienza e l’etica d’impresa. Specifica attenzione sarà posta alla opportunità del passaggio da una sostenibilità “*tout court*”, finalizzata a vantaggi di breve termine, sostanzialmente reputazionali, a una sostenibilità integrata nel *business* dell’impresa e volta a creare valore per tutti gli *stakeholder*. Infine si tratterà del modello di valutazione della sostenibilità proposto dal *World Economic Forum*. Relativamente al concetto di ESG, si tratteranno la sua genesi e le caratteristiche distintive dei suoi pilastri; inoltre, sarà affrontato il tema delle metriche valutative e della auspicabile armonizzazione dei *rating* ESG.

Il secondo capitolo sarà dedicato alla illustrazione della produzione normativa comunitaria in ambito di sostenibilità. Nello specifico, saranno sinteticamente descritte le disposizioni di legge sulla informativa non finanziaria – più recentemente denominata informativa sulla sostenibilità – e sulla misurazione e mitigazione dei rischi climatici e ambientali; saranno anche forniti dei cenni sul *corpus* di norme, dedicate al mondo dei mercati finanziari, che trattano di sostenibilità.

La tematica dei *non-performing loans* sarà affrontata nel capitolo terzo. Dopo aver illustrato le definizioni fornite dal *Framework* di EBA, dalle Linee Guida di BCE e da quelle di Banca d’Italia e aver definito le differenti categorie di crediti deteriorati, si forniranno dei dati sul mercato NPL (andamento, volume delle transazioni, prezzi, livelli di concentrazione) e si delincheranno i principali modelli di *business* degli operatori italiani. Infine, si formuleranno delle considerazioni sulla declinazione, nel mercato NPL,

alla luce della normativa descritta e della letteratura esaminata, dei tre pilastri ESG: ambiente, socialità, governo d'impresa.

Da ultimo, si tratteranno delle linee conclusive, in risposta alle domande di ricerca sopra formulate.



## Capitolo Primo

# *Sostenibilità, responsabilità sociale ed ESG*

SOMMARIO: 1. Sostenibilità e responsabilità sociale d'impresa. – 2. Dalla sostenibilità *tout court* alla sostenibilità del *business*. – 2.1. Breve introduzione. – 2.2. La sostenibilità del *business*. – 2.3. Sostenibilità, resilienza, etica d'impresa. – 2.4. La misurazione della sostenibilità. – 3. *Environmental, social, governance*. – 3.1. Aspetti definitori. – 3.2. Le metriche ESG. – 3.3. L'armonizzazione delle metriche e il ruolo del *rating*.

### **1. *Sostenibilità e responsabilità sociale d'impresa***

I termini “sostenibilità”, “responsabilità sociale” ed “ESG” rappresentano la risposta alla minaccia, avvertita dai consumatori, dalle piccole e medie imprese e dalle istituzioni, di comportamenti irresponsabili – da parte delle multinazionali e delle imprese di grandi dimensioni – determinati dalla progressiva finanziarizzazione dei sistemi capitalistici<sup>1</sup> vale a dire dalla crescente predominanza del settore finanziario sulla economia reale. Gli eventi degli ultimi quindici anni – e, in particolare, la “grande recessione” degli anni 2007-2011<sup>2</sup>, la temporanea crisi riconducibile agli effetti delle misure

---

<sup>1</sup>G. ZANDA (editor), *Corporate Management in a Knowledge-Based Economy*, Palgrave MacMillan, New York, 2012, in particolare pp. 135-145.

<sup>2</sup>Si osserva come, in realtà, il citato periodo recessivo possa essere suddiviso in due collegate crisi finanziarie: quella originata negli Stati Uniti a causa dei mutui *subprime*, della connessa bolla immobiliare e del conseguente *downgrading* dei titoli cartolarizzati (anni 2007-2008); quella del debito sovrano (anni 2010-2011), che ha investito l'area dell'Euro successivamente al dissesto dei conti pubblici della Grecia, determinando un aumento significativo della percezione del rischio sovrano di taluni Paesi (in particolare l'Italia, in cui negli anni 2011-2012 lo *spread* dei Titoli di Stato rispetto al *Bund* tedesco ha raggiunto livelli

per il contenimento della diffusione dell'infezione da Covid-19 e l'impatto sui prezzi dell'energia e delle materie prime dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia – hanno evidenziato in modo inequivocabile che la resilienza del sistema economico di un territorio dipende strettamente dalla capacità delle imprese che vi fanno parte di creare e mantenere continuamente e costantemente un *business* atto a generare ricchezza per tutti gli *stakeholder*, compreso il territorio stesso; solo se hanno *business* sostenibili le imprese sono resilienti e resiliente sarà l'ambiente che le circonda.

Per realizzare una diffusa cultura della sostenibilità occorre sia definire un *framework* di obiettivi, che dia spazio ad una sostenibilità multidimensionale, che rifugge dal falso mito della identificazione con la mera sostenibilità ambientale, nonché individuare una serie di metriche, applicabili, con le inevitabili differenze, sia alle grandi imprese che alle SMEs, che consentano di misurare e monitorare il grado di raggiungimento delle finalità di "*business sustainability*".

Di seguito si analizzerà l'evoluzione del concetto di sostenibilità nella dottrina economico-aziendale e si enucleeranno le relazioni tra la sostenibilità e la responsabilità sociale d'impresa.

Il tema della sostenibilità dell'attività d'impresa è sorto negli Anni Settanta ed è stato utilizzato, nell'ultimo mezzo secolo, al fine di applicare i principi dello sviluppo sostenibile all'amministrazione e alla gestione delle aziende e, particolarmente, di quelle a fine di lucro che, molto spesso, sono state considerate alla stregua di soggetti predatori che, in nome dell'obiettivo della generazione del reddito, attivano processi produttivi avulsi dalle esigenze dell'ambiente, del territorio e della collettività<sup>3</sup>.

Nel corso degli anni una parte della dottrina e della prassi, però, ha talvolta supportato un'idea di sostenibilità "*tout court*", caratterizzata da un lato da una erronea identificazione della sostenibilità con una delle sue possibili declinazioni (i.e. la sostenibilità ambientale) e dall'altro da una sovrapposizione della dimensione macroeconomica dello sviluppo sostenibile con

---

preoccupanti) e una generalizzata crisi di fiducia da parte degli operatori del mercato. Per ulteriori approfondimenti cfr. COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA, *Le crisi finanziarie*, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>3</sup> Alcuni Autori, peraltro, ritengono che le origini del concetto di sostenibilità siano rinvenibili nella letteratura economico-aziendale già dal secondo dopoguerra. Cfr. S. CORONELLA, F. CAPUTO, R. LEOPIZZI, A. VENTURELLI, *Corporate social responsibility in Economia Aziendale scholars' theories: A taxonomic perspective*, in *Meditari Accountancy Research*, vol. 26, n. 4, 2018, pp. 640-656.

quella microeconomica, riferita alla singola impresa. Tale processo ha condotto gli studiosi, in passato, a ignorare la necessità di proporre alle imprese una visione integrata dei differenti pilastri che concorrono a rendere un'impresa effettivamente sostenibile: la sostenibilità economica, quella ambientale e quella sociale. In termini strettamente aziendalistici, l'integrazione delle citate tre sfaccettature della sostenibilità non è altro che la coniugazione della economicità della gestione (i.e. la «sostenibilità economica») con la dimensione della economicità collettiva o macro-economicità (composta dalla sostenibilità ambientale e sociale), alla quale le imprese, pur nel rispetto della propria finalità lucrativa, sono chiamate a rispondere.

L'evoluzione, anche in chiave critica, del concetto di sostenibilità ha incentivato, in tempi più recenti, la teoria e la prassi a individuare strumenti di gestione aziendale integrata, mediante i quali le imprese, pur continuando a perseguire gli obiettivi che ne garantiscono la sopravvivenza e lo sviluppo (primi tra i quali un reddito congruo e una adeguata potenza finanziaria), hanno via via adottato politiche volte a rispettare l'ambiente e a impattare positivamente sulla società. Tali politiche si sono, però, rivelate inefficaci ogni qualvolta, in assenza di un chiaro *framework* normativo, sono state adottate per fini puramente promozionali o reputazionali, dando luogo, in taluni casi, ad un vero e proprio “*business della sostenibilità*”; infatti, come sostiene lo Zanda<sup>4</sup>, le *corporation* irresponsabili prediligono «mercati e luoghi di lavoro in cui le leggi e le regole sono minime e possono essere aggirate con operazioni di marketing e di relazioni pubbliche più o meno edificanti».

Di converso, le politiche di sostenibilità risultano utili e costruttive se inserite in un modello di *business* trasparente, nel quale l'impresa, nel tendere a realizzare contemporaneamente le aspirazioni di tutti gli *stakeholder*, coopera con il territorio nel quale agisce, minimizza i rischi di fallimento, si adopera costantemente affinché la sua gestione sia conforme alle norme via via vigenti e crea canali comunicativi fondati sulla trasparenza. Si ottiene, in tale ipotesi, una «prospettiva sistemica»<sup>5</sup>, una «sostenibilità del *business*», nel quale l'economicità non contrasta, così come preconizzato dell'Onida<sup>6</sup>, con la socialità.

---

<sup>4</sup>G. ZANDA, *Il governo della grande impresa nella società della conoscenza*, Giappichelli, Torino, 2009, p. 138.

<sup>5</sup>E. BORGONOVÌ, G. AIELLO, A.M. FELLEGARA, *Sviluppo, sostenibilità e competitività delle aziende. Il contributo degli economisti aziendali*, Il Mulino, Bologna, 2017, p. 81.

<sup>6</sup>P. ONIDA, *Le imprese come strumenti di distribuzione, oltre che di produzione della ricchezza*, in *Cultura e Scuola*, n. 8, 1963.



L'analisi delle origini teoriche del concetto di sostenibilità non può prescindere dallo studio delle relazioni esistenti tra quest'ultima e la responsabilità d'impresa<sup>7</sup>.

Se la nascita dell'idea della sostenibilità può essere fatta risalire alla fine degli Anni Settanta e la sua diffusione può attribuirsi alla pubblicazione, nel 1987, del documento «*Our Common Future*» della *World Commission on Environment and Development*<sup>8</sup>, il concetto di responsabilità d'impresa è ben più antico. Gli studiosi datano, infatti, la nascita di tale principio all'anno 1932, in cui avvenne la pubblicazione, da parte di Berle e Means dell'opera «*The modern Corporation and Private Property*»<sup>9</sup>, che può considerarsi pionieristica sul tema delle strategie e del potere di governo delle grandi imprese mature<sup>10</sup>; l'espressione «*social responsibility*», però, è stata co-

---

<sup>7</sup> Ulteriori studi, ai quali si rinvia ampiamente, hanno invece esplorato le relazioni tra la sostenibilità e una serie di temi gestionali e manageriali, quali la gestione della crisi economico-finanziaria, l'innovazione, la digitalizzazione, la *governance*, l'attività di revisione, le industrie creative: S. AURELI, R. MEDEI, E. SUPINO, C. TRAVAGLINI, *Sustainability disclosure after a crisis: A text mining approach*, in *International Journal of Social Ecology and Sustainable Development (IJESD)*, vol. 7, n. 1, 2016, pp. 35-49; S. CANTELE, S. MOGGI, B. CAMPEDELLI, *Spreading sustainability innovation through the co-evolution of sustainable business models and partnerships*, in *Sustainability*, vol. 12, n. 3, 2020, pp. 1-19; P. FERA, M. PIZZO, R. VINCIGUERRA, G. RICCIARDI, *Sustainable corporate governance and new auditing issues: a preliminary empirical evidence on key audit matters*, in *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, vol. 22, n. 1, 2022, pp. 194-211; F. IMPERIALE, R. FASIELLO, S. ADAMO, *Sustainability determinants of cultural and creative industries in peripheral areas*, in *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 14, n. 9, 2021, pp. 1-22; F. RICCI, V. SCAFARTO, S. FERRI, A. TRON, *Value relevance of digitalization: The moderating role of corporate sustainability. An empirical study of Italian listed companies*, in *Journal of Cleaner Production*, n. 276, 2020; D. SALVIONI, T. FORNASARI, *Corporate Governance Sustainability and The Establishment of Sustainability Committees*, in *Law, Business and Innovation Studies (LBIS) Conference*, 2021, pp. 96-124; D. SALVIONI, F. GENNARI, L. BOSETTI, *Sustainability and convergence: the future of corporate governance systems?*, in *Sustainability*, vol. 8, n. 11, 2016, pp. 1-25.

<sup>8</sup> «Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs», WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, 1987, §27. Il documento è noto anche con il nome di «Rapporto Brundtland».

<sup>9</sup> A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Commerce Clearing House, New York, 1932.

<sup>10</sup> Sul punto si veda M.C. MALAGUTI, G.G. SALVATI, *La responsabilità sociale d'impresa. Percorsi interpretativi tra casi e materiali di diritto internazionale, dell'Unione europea*

niata solo negli Anni Cinquanta, da Howard Bowen<sup>11</sup> e, successivamente, è divenuta popolare e ha dato vita ad un'ampia e variegata letteratura.

Nata come qualificazione della corretta condotta degli uomini di affari, la responsabilità sociale è divenuta, nel tempo, uno dei pilastri della gestione "sostenibile" delle imprese<sup>12</sup>.

La dottrina è unanime nel ritenere che sostenibilità e CSR (*Corporate Social Responsibility*) comprendono entrambe un complesso di attività, volontariamente condotte dalle imprese, volte a integrare nel *business* le finalità ambientali e sociali<sup>13</sup>. Più controversa è, invece, la letteratura sul tema delle interdipendenze esistenti tra i due concetti.

In primo luogo, come evidenziato da Ashrafi et Al.<sup>14</sup>, tutte le definizioni fornite dalla dottrina sulla CSR, seppur piuttosto vaghe, convergono sulla rilevanza dei seguenti elementi: il carattere volontario, la dimensione sociale e ambientale, l'attenzione alla soddisfazione delle finalità dei complessivi *stakeholder*, mediante la creazione di «valore condiviso»<sup>15</sup>.

Gli elementi ricorrenti nella letteratura in tema di sostenibilità possono, invece, essere individuati nella «integrità» dell'impresa nel rispetto di finali-

---

*ed italiano*, Wolters Kluwer, Milano, 2017; G. ZANDA, *Il governo della grande impresa nella società della conoscenza*, cit.

<sup>11</sup> H.R. BOWEN, *The social responsibility of the businessman*, University of Iowa Press, Iowa City, 2013. La responsabilità sociale è definita «come un quadro di politiche, procedure aziendali misurabili e di comportamenti conseguenti che mirano a beneficiare il luogo di lavoro, l'individuo, l'organizzazione e la comunità ...», F.M. TAI, S.H. CHUANG, *Corporate social responsibility*, in *Ibusiness*, vol. 6, n. 3, 2014, pp. 117-120.

<sup>12</sup> S. CORONELLA, C. MIO, R. LEOPIZZI, A. VENTURELLI, F. CAPUTO, *Matching Economia Aziendale and Corporate Social Responsibility: Roots and frontiers*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, vol. 4, 2016, pp. 322-342.

<sup>13</sup> Tale integrazione è nota in dottrina con l'espressione «*Triple Bottom Line*». Si veda, per tutti: M. DEL BALDO, *Beyond CSR: the virtues-based approach to corporate responsibility and sustainability in Italian SMEs*, in *International Journal of Environment and Health*, Issue 7, n. 4, 2015, pp. 394-413. Per un *excursus* completo sullo sviluppo delle teorie sulla responsabilità sociale d'impresa e sulla sostenibilità si rinvia, invece, ampiamente a M. ASHRAFI, G.M. MAGNAN, M. ADAMS, T.R. WALKER, *Understanding the Conceptual Evolutionary Path and Theoretical Underpinnings of Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability*, in *Sustainability*, n. 12, 2020, pp. 1-17.

<sup>14</sup> M. ASHRAFI, G.M. MAGNAN, M. ADAMS, T.R. WALKER, *Understanding the Conceptual Evolutionary Path and Theoretical Underpinnings of Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability*, cit.

<sup>15</sup> A.B. CARROLL, *Corporate Social Responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks*, in *Organizational Dynamics*, n. 44, 2015, pp. 87-96.

tà sociali e ambientali, tali da consentire lo sviluppo di esternalità positive nel tempo<sup>16</sup>.

Nonostante le similitudini tra le due citate politiche, la responsabilità è, di norma, accostata maggiormente all'opportunità di realizzare le finalità degli *stakeholder*, interni ed esterni<sup>17</sup>, mentre la sostenibilità è stata molto più frequentemente interpretata, dalla dottrina e dalla prassi, soprattutto in passato, come uno strumento di salvaguardia dell'impatto ambientale della gestione: «*Although theoretically both CSR and CS have the common aspect of balancing economic, social and environmental issues, CSR is still considered to be a process of managing social issues with stakeholders, while CS is seen as a method for achieving ecological balance*»<sup>18</sup>.

Il Libro Verde della Commissione Europea del 2001, i cui contenuti sono stati successivamente ampliati con la Comunicazione 2011(681)<sup>19</sup>, definisce la responsabilità sociale delle imprese come un processo di integrazione, su base volontaria, delle finalità «commerciali» delle imprese con le loro preoccupazioni in tema di società e ambiente<sup>20</sup>.

<sup>16</sup>I. MONTIEL, *Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability. Separate Pasts, Common Future*, in *Organization & Environment*, September, 2008, in particolare p. 256.

<sup>17</sup>Sul tema si rinvia ampiamente a: G. FIORI, F. DI DONATO, M.F. IZZO, *Corporate social responsibility and firms performance. An analysis on Italian listed companies*, in *SSRN*, 2007, pp. 1-14; L. LEPORE, L. LANDRIANI, S. PISANO, G. D'AMORE, S. POZZOLI, *Corporate governance in the digital age: the role of social media and board independence in CSR disclosure. Evidence from Italian listed companies*, in *Journal of Management and Governance*, 27 January 2022, pp. 1-37; M.M. MOLTENI, *Integrazione della CSR nella corporate strategy*, in M.M. MOLTENI, G. INVERNIZZI, D.J. COLLIS, C.A. MONTGOMERY (editors), *Corporate level Strategy. Generare valore condiviso nelle imprese multibusiness*, McGraw-Hill Education, Milano, 2012, pp. 397-447.

<sup>18</sup>M. SARVAIYA, M. WU, *An integrated Approach for Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability*, in *Asian Social Science*, Issue, 10, n. 17, 2014, p. 62.

<sup>19</sup>COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001; COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 25 ottobre 2011.

<sup>20</sup>COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, cit., p. 7. Il successivo documento del 2011 prevede, in particolare, come essa sia il «processo per integrare le questioni sociali, ambientali, etiche, i diritti umani e le sollecitazioni dei consumatori nelle loro operazioni commerciali e nella loro strategia di base in stretta collaborazione con i rispettivi interlocutori» al fine di creare valore condiviso e, al contempo, prevenire e mitigare i rischi del processo stesso. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comi-*

Una ricerca condotta nel 2006 da Ebner e Baumgartner<sup>21</sup> su circa 55 articoli scientifici riferiti ai precedenti otto anni, evidenziava che per taluni autori la CSR era considerata un filone di ricerca, specificamente riferito alla dimensione “sociale”, derivante da quello della sostenibilità; per altri la CSR non era altro che la declinazione, a livello microeconomico, di un concetto molto più ampio, quello di sviluppo sostenibile. Infine, una parte della letteratura considerava i due termini esattamente sinonimi.

Sulla base di quanto rilevato da Sarvaiya e Wu<sup>22</sup> mediante un'intervista condotta negli anni 2011 e 2012 ai *senior manager* di undici grandi società neozelandesi, i concetti di sostenibilità e CSR, anche nella pratica gestione, presentano evidenti similarità e sono considerati talvolta sinonimi e talvolta complementari.

Benché siano tuttora sbiaditi i confini definitivi della CSR e confusi i rapporti di eventuale alterità o subordinazione rispetto agli obiettivi della sostenibilità, sia nella dottrina che nella prassi manageriale<sup>23</sup>, negli ultimi quindici anni la consapevolezza del comportamento socialmente irresponsabile di talune aziende ha impresso una accelerazione nel percorso di definizione delle azioni “sostenibili” che le imprese possono effettivamente realizzare, nonché ha focalizzato l'attenzione sulle metriche applicabili per misurare il livello di raggiungimento degli obiettivi in tema di *sustainability*.

La responsabilità sociale d'impresa è stata posta particolarmente al centro degli interessi degli studiosi dopo la crisi dell'anno 2008, che ha evidenziato il comportamento “irresponsabile” delle grandi imprese, che avevano conseguito, nel ventennio precedente alla citata crisi, elevati tassi di redditività grazie ad operazioni di tipo finanziario, le quali, per dimensione, come in precedenza accennato, avevano di gran lunga surclassato quelle riconducibili all'economia reale<sup>24</sup>.

---

tato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, cit., p. 6.

<sup>21</sup> D. EBNER, R. BAUMGARTNER, *The relationship between sustainable development and corporate social responsibility*, in *Corporate Responsibility Research Conference*, Dublin, 2006.

<sup>22</sup> M. SARVAIYA, M. WU, *An integrated Approach for Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability*, cit., p. 63 ss.

<sup>23</sup> W.L. FILHO, F. DONI, V. RUIZ VARGAS, T. WALL. A. HINDLEY, L. RAYMAN-BACCHUS, K. EMBLEN-PERRY, J. BODDY, L. VIEGA AVILA, *The integration of social responsibility and sustainability in practice: Exploring attitudes and practices in Higher Education Institutions*, in *Journal of Cleaner Production*, n. 220, 2019, pp. 152-166.

<sup>24</sup> Sul tema si veda diffusamente L. GALLINO, *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino,

Nonostante fossero trascorsi oltre cinquant'anni dalla nascita e dall'affermazione delle teorie sulla responsabilità d'impresa, nel periodo immediatamente antecedente alla crisi del 2008 era, infatti, ancora possibile osservare numerosi comportamenti irresponsabili delle imprese.

La motivazione di tali comportamenti, secondo il nostro modesto parere, può essere rinvenuta nella esplosione, a partire dagli Anni Settanta/Ottanta, di teorie sulla sostenibilità, peraltro non sempre tra loro congruenti, alle quali non ha fatto seguito una consuetudine orientata a integrare gli obiettivi di redditività e di sviluppo dell'impresa con il rispetto delle esigenze di tutti i possibili *stakeholder* (compreso l'ambiente, il territorio, la collettività e le generazioni future), se non in forza di norme non cogenti o di prassi finalizzate meramente ad ottenere consenso e legittimazione.

In particolare, i principali fenomeni che hanno condotto le imprese a ricercare una sostenibilità "di facciata" e, di conseguenza, a non impegnarsi fattivamente in comportamenti responsabili sono di seguito sintetizzati.

I – La dottrina sul tema della sostenibilità, per quanto prolifica, soprattutto negli Anni Novanta, ha sovente utilizzato tale espressione o come uno *slogan* o per dare risalto esclusivamente alle esigenze dell'ambiente e alle istanze degli ecologisti<sup>25</sup>, anche a seguito dei disastri ambientali che sono stati al centro delle cronache per molto tempo<sup>26</sup>; ciò ha comportato da un lato un disinteresse verso il tema della sostenibilità da parte delle imprese la cui produzione non aveva un immediato impatto sull'ambiente (ad esempio, le imprese che svolgevano attività finanziaria) e, dall'altro, l'identificazione, da parte di molti, degli obiettivi di sostenibilità con le idee politiche dei movimenti ambientalisti.

II – La sostenibilità è stata non di rado utilizzata come un mero strumento di *marketing*; negli anni più recenti si è verificata una esplosione nella produzione e nella vendita di prodotti e servizi eco-sostenibili: dai cibi biologici al turismo sostenibile (solo per citarne alcuni), passando per la cosiddetta "economia circolare". Si tratta sicuramente di iniziative encomiabili, che di

---

2005, nonché, sulle cause finanziarie della crisi del 2008, B. JACQUILLAT, *La montée en puissance de la finance est-elle soutenable?* in *Revue Française de gestion*, n. 198-199, 2009, pp. 229-240.

<sup>25</sup> Si veda, in proposito, quanto sostenuto da I. MONTIEL, *Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability. Separate Pasts, Common Future*, cit., particolarmente a p. 256.

<sup>26</sup> In particolare, si legga quanto evidenziato a p. 7 da S. BLAGA, *Rethinking Business Sustainability*, in *Review of Economic Studies and Research*, n. 1, 2013.

certo impattano positivamente sulla salute o sull'ambiente, ma di per sé non sono garanzia di comportamenti socialmente responsabili: si pensi, a titolo di esempio, agli scandali legati al *business* del fotovoltaico, o alle frodi, venute alla ribalta della cronaca, nel settore degli alimenti biologici.

III – Gli strumenti di comunicazione “sociale” sono stati talvolta impiegati «per facilitare le condizioni di non responsabilità e punibilità del top management e per favorire l'inganno comunicazionale»<sup>27</sup>, nonché per garantire all'impresa «l'acquisizione di un merito reputazionale»<sup>28</sup> e ottenere, dai terzi, il consenso e la «legittimazione di fatto» circa il proprio operato<sup>29</sup>.

IV – Si è affermata, in passato, la inesatta consapevolezza che le imprese potessero sviluppare comportamenti virtuosi di responsabilità sociale esclusivamente mediante sistemi di autoregolamentazione<sup>30</sup>; in realtà, come autorevole dottrina sostiene<sup>31</sup> le norme dovrebbero assicurare un elevato livello di tutela a tutti gli *stakeholder*; dovrebbe, inoltre, essere creato un adeguato sistema di sanzioni, per le eventuali violazioni, nonché di controlli sull'effettiva e trasparente applicazione delle norme stesse. Il medesimo sistema normativo, inoltre, dovrebbe assumersi l'onere di armonizzare le attuali molteplici metriche per la misurazione della sostenibilità, al fine di consentire alle imprese di avere parametri comuni per la valutazione del livello di sostenibilità del proprio *business*. Sul tema, un caso esemplare, tratto dalla realtà contemporanea, è rappresentato dalla Relazione di carattere non finanziario: fino a che la rendicontazione sociale è stata rimessa alla volontà e al buon senso delle organizzazioni, si è verificato un proliferare di documenti eterogenei (bilancio sociale, bilancio di sostenibilità, bilancio di missione, ecc.<sup>32</sup>), sovente

---

<sup>27</sup> A. MATA CENA, *La responsabilità sociale dell'impresa: dal capitalismo “dell'età dell'oro” al “turbocapitalismo”*, in A. MATA CENA, M. DEL BALDO (a cura di), *Responsabilità sociale d'impresa e territorio*, Franco Angeli, Milano, 2009, p. 54.

<sup>28</sup> A. MATA CENA, *Responsabilità sociale d'impresa (RSI): momenti interpretativi*, in *Non Profit*, n. 1, 2005, p. 15.

<sup>29</sup> M.G. BALDARELLI, *La responsabilità sociale nel terzo millennio: prospettive economico-aziendali*, in A. MATA CENA, M. DEL BALDO (a cura di), *Responsabilità sociale d'impresa e territorio*, Franco Angeli, Milano, 2009, p. 66.

<sup>30</sup> Alcuni Autori hanno definito come «autoreferenziale» un approccio alla sostenibilità fondato esclusivamente su parametri fissati dalle imprese stesse, cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, *Le società quotate italiane davanti alla sostenibilità*, in *Vita e Pensiero*, n. 2, 2022, pp. 50-56.

<sup>31</sup> Si veda, per tutti: G. ZANDA, *Il governo della grande impresa nella società della conoscenza*, cit., p. 163 ss.

<sup>32</sup> Per una analitica descrizione dei citati documenti si rinvia a L. PULEJO, C. VERMIGLIO,

ridondanti e, talvolta, poco aderenti alla realtà; con il decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, di recepimento della direttiva UE 2014/95, invece, sono stati delimitati i contenuti minimi di “*disclosure*” sulla sostenibilità di banche, assicurazioni e imprese di grandi dimensioni e, di conseguenza, non solo la Relazione è stata standardizzata, ma la sua valenza è stata stigmatizzata dalla presenza di una serie di controlli e di sanzioni, applicabili in caso di inosservanza delle norme contenute nel decreto. Sicuramente, rispetto al periodo pre-crisi del 2008, si sono rilevati, in tale ambito, notevoli progressi; come si vedrà nel prosieguo, però, ancora manca un *framework* normativo internazionalmente accettato per l’individuazione di metriche valutative della sostenibilità.

V – I *manager*, anche in presenza di obiettivi di sostenibilità dichiarati, hanno talvolta perseguito esclusivamente il fine della massima remunerazione del capitale di rischio (e, indirettamente, della massimizzazione della componente variabile della propria remunerazione) trascurando l’esigenza di contemperare adeguatamente le differenti motivazioni e i valori dei molteplici *stakeholder*<sup>33</sup>.

Quanto in precedenza esposto non vuole in alcun modo pretendere che le imprese rinuncino all’obiettivo di una redditività congrua. Al contrario, un’impresa che produce redditi congrui e distribuisce dividendi normali e consueti<sup>34</sup>, se gestita con responsabilità e trasparenza, è altresì in grado di realizzare, oltre agli obiettivi degli azionisti/proprietari, anche quelli dei vari gruppi sociali che attorno ad essa ruotano.

Le imprese, consapevoli dei comportamenti irresponsabili del passato e della esigenza di una maggiore responsabilità sociale, negli anni più recenti hanno iniziato ad abbandonare il falso mito del “business della sostenibilità” – vale a dire delle politiche formalmente sostenibili, ma sostanzialmente condotte solo per fini reputazionali e di *marketing* – per adottare strategie che consentono loro di realizzare l’obiettivo della sostenibilità del *business*<sup>35</sup>.

---

*Gli strumenti di accountability diretta*, in F. BALLUCCHI, K. FURLOTTI (a cura di), *La responsabilità sociale delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2019.

<sup>33</sup> H.J. ALFORD, F. COMPAGNONI (a cura di), *Fondare la responsabilità sociale d’impresa*, Città Nuova, Roma, 2008.

<sup>34</sup> Si veda, in particolare, quanto scritto nelle pagine 32-35 da G. ZANDA, *Il bilancio delle società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*, Giappichelli, Torino, 2007.

<sup>35</sup> Approfondimenti sul tema si possono rinvenire in M. DEL BALDO, J. DILLARD, M.G. BALDARELLI, M. CIAMBOTTI (Editors), *Accounting, accountability and society: Trends and*

## **2. Dalla sostenibilità tout court alla sostenibilità del business**

### **2.1. Breve introduzione**

In quali casi si può affermare che un *business* è sostenibile? Le imprese “sostenibili” sono anche resilienti? Quali relazioni esistono tra sostenibilità ed etica d’impresa? Come misurare la sostenibilità di un *business*?

Per rispondere alle domande che precedono, occorre preliminarmente osservare che la dottrina, negli ultimi dieci anni, si è concentrata sulle caratteristiche di un *business* sostenibile e solo marginalmente si è dedicata alla individuazione di opportuni indicatori di sostenibilità dell’attività di impresa.

Pertanto, nei paragrafi che seguono ci si soffermerà dapprima sulla illustrazione della dottrina corrente in tema di sostenibilità del *business* e, successivamente, si tratteggeranno le relazioni esistenti tra sostenibilità e resilienza e su sostenibilità ed etica. Infine, si forniranno alcune indicazioni circa la necessità di opportune metriche, internazionalmente riconosciute e condivise, capaci di misurare il grado di raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità da parte della singola impresa ma, soprattutto, tali da consentire la comparabilità, nel tempo e nello spazio, delle aziende che si definiscono “sostenibili”.

### **2.2. La sostenibilità del business**

Molti Autori, riprendendo il concetto della «*Triple Bottom Line*» hanno ribadito, nel tempo, la necessità di integrare obiettivi di redditività, di impatto ambientale e sociale.

In particolare, Shaltegger et Al.<sup>36</sup> analizzano una serie di variabili, denominate «*core business case driven*» e rappresentate dalla riduzione dei costi, dalla mitigazione dei rischi, dal fatturato e dai margini di redditività, dalla reputazione e dal valore del marchio, dal grado di attrattività dell’impresa rispetto ai potenziali dipendenti e dalla capacità di innovazione. Tali gran-

---

*perspectives*, in *Reporting, management and governance for sustainability*, Springer International Publishing, 2020.

<sup>36</sup> S. SCHALTEGGER, F. LÜDEKE-FREUND, E.G. HANSEN, *Business case for sustainability: the role of business model innovation for corporate sustainability*, in *International Journal of Innovation and Sustainable Development*, Issue 6, n. 2, 2012, pp. 95-119.



dezze sono unanimemente considerate dalla dottrina degli *input* della “tradizionale” *performance* economico-finanziaria dell’impresa; la scelta di un *business model* più o meno integrato<sup>37</sup>, secondo gli Autori, dipende dalla declinazione di una o più variabili verso gli obiettivi di sostenibilità.

Svensson et Al.<sup>38</sup>, inoltre, mediante una ricerca empirica di tipo qualitativo condotta su 110 imprese norvegesi – appartenenti a differenti settori e di dimensione dalla media alla molto grande – e basata sull’approccio «*Triple Bottom Line*», analizzano l’impatto di variabili economiche (redditività, riduzione dei costi, valore del marchio, ecc.), sociali (cultura aziendale, reputazione, trasparenza verso il mercato, solo per citarne alcune) e ambientali (dematerializzazione dei documenti cartacei, risparmio energetico, e così via) sulla politica di sostenibilità delle imprese del campione. Essi rilevano la sussistenza di un significativo *gap* tra la teorica conoscenza del tema e la sua pratica applicazione e constatano la reale difficoltà che i *manager* d’impresa incontrano nella misurazione dell’impatto delle loro politiche sulla sostenibilità.

Evans et Al.<sup>39</sup> giungono a simili risultati, osservando come il «valore sostenibile» di un *business* derivi necessariamente dalla intersezione degli obiettivi economici, sociali ed ambientali che l’impresa persegue e l’integrazione delle politiche di sostenibilità nel modello di *business* delle imprese necessita di un processo di innovazione e di sperimentazione che, a livello di mercato, considerano non totalmente compiuto. Essi, inoltre, sottolineano sia l’assenza di misure univoche della sostenibilità, sia l’opportunità di armonizzare – anche mediante un approccio «*multi-stakeholder*» – gli obiettivi di tutti i soggetti che gravitano attorno all’impresa<sup>40</sup>.

---

<sup>37</sup> Gli Autori, in particolare, individuano tre diversi crescenti livelli di integrazione rappresentati da: il modello difensivo (che risponde maggiormente ad esigenze di riduzione dei costi e di mitigazione dei rischi, sia reputazionali che di conformità alle norme); il modello «accomodante» (nel quale l’impresa modifica i processi interni per tener conto degli obiettivi sociali e ambientali, ma non interviene sulla struttura dei ricavi); il modello proattivo (caratterizzato dall’orientamento di tutti i *business case driver* verso gli obiettivi di sostenibilità). ID., p. 103.

<sup>38</sup> G. SVENSSON, N. HØGEVOLD, C. FERRO, C. PADIN, B. WAGNER, *A Triple Bottom Line Dominant Logic for Business Sustainability: Framework and Empirical Findings*, in *Journal of Business-to-Business Marketing*, n. 25, 2016, pp. 153-188.

<sup>39</sup> S. EVANS, D. VLADIMIROVA, M. HOLGADO, K. VAN FOSSEN, M. YANG, E.A. SILVA, C.Y. BARLOW, *Business Model Innovation for Sustainability: Towards a Unified Perspective for Creation of Sustainable Business Model*, in *Business Strategy and the Environment*, n. 26, 2017, pp. 597-608.

<sup>40</sup> In merito al coinvolgimento degli *stakeholder* nella gestione d’impresa si rinvia am-

Un approccio integrato tra finalità d'impresa ed obiettivi di sostenibilità è proposto anche da altri autori che, però, continuano a privilegiare l'aspetto ambientale, rispetto a quello sociale, nella declinazione dei contenuti della «*Triple Bottom Line*»<sup>41</sup>.

In proposito, occorre rilevare come negli ultimi quindici-venti anni la dottrina in tema di sostenibilità del *business*, pur convergendo sulla opportunità della integrazione delle finalità economico-finanziarie con quelle sociali/ambientali, abbia spostato progressivamente l'attenzione da un approccio «*shareholder oriented*» a uno «*stakeholder oriented*». Come evidenziato da Cardoni et Al.<sup>42</sup>, dalla pubblicazione dell'articolo di Hart e Milstein<sup>43</sup> – considerato pionieristico per la definizione della «gestione sostenibile», ma comunque ancora incentrato sul concetto di creazione di valore per gli azionisti e non per tutti i portatori di interesse – fino ai nostri giorni la letteratura economico-aziendale in tema di sostenibilità ha subito una profonda evoluzione, non solo arrivando a definire sostenibile un *business* che integra totalmente gli obiettivi economico-finanziari con quelli sociali e ambientali, ma anche proponendo di inserire, tra gli *stakeholder* che pesano sulla scelta delle finalità d'impresa, la collettività nel complesso e l'ambiente, inteso come «*nonhuman stakeholder*»<sup>44</sup>.

Il ruolo dell'innovazione e delle nuove strategie aziendali, volte non semplicemente a includere la sostenibilità tra gli obiettivi aziendali, ma anche a rendere le aziende promotrici di sostenibilità nei mercati, al fine di contempe-

---

piamente a M. IANNIELLO, P. FEDELE, L.G. BRUSATI, *Stakeholders' inclusion: measuring the performance of interactive decision making*, in G. TRIA, G. VALOTTI (a cura di), *Reforming the public sector: how to achieve better transparency, service, and leadership*, Brookings Institution Press, Washington, 2012, pp. 260-284.

<sup>41</sup> Sul tema si veda, per tutti, M.J. MILNE, R. GRAY, *W(h)ither ecology? The triple bottom line, the global reporting initiative, and corporate sustainability reporting*, in *Journal of Business Ethics*, n. 118, 2013, pp. 13-29. Occorre comunque osservare che anche A.J. HOFFMAN, *The Next Phase of Business Sustainability*, in *Stanford Social Innovation Review*, Spring, 2018, pp. 35-39, nel delineare il suo modello, esprime una netta preferenza per i fattori di sostenibilità ambientale.

<sup>42</sup> A. CARDONI, E. KISELEVA, P. TATICCHI, *In Search of Sustainable Value: A Structured Literature Review*, in *Sustainability*, vol. 12, n. 2, 2020, pp. 1-18.

<sup>43</sup> S.L. HART, M.B. MILSTEIN, M.B., *Creating sustainable value*, in *Academy of Management Perspectives*, Issue 17, n. 2, 2003, pp. 56-67.

<sup>44</sup> A. CARDONI, E. KISELEVA, S. ARDUINI, S. TERZANI, *From sustainable value to shareholder value. The impact of sustainable governance and anti-corruption programs on market value*, in *Business Strategy and the Environment*, special issue, December, 2022, p. 3.

rare i bisogni di tutti gli *stakeholder*, è stato evidenziato anche da altri autori<sup>45</sup>. In particolare, Lozano osserva che «*Companies must embed sustainability holistically, systemically and integrally into the elements of their BMs based on cultural, structural, firm – level and systems – level attributes to create value for the company while considering its stakeholders, and not, as many SBMs discourses do, define value under the guise of sustainability*»<sup>46</sup>.

Hoffman<sup>47</sup>, inoltre, delinea i seguenti modelli per la creazione di un *business* sostenibile: «*enterprise integration*»<sup>48</sup> e «*market transformation*». Nella prima fase, gli obiettivi di sostenibilità sono integrati nelle attività esistenti; nella seconda, le imprese si impegnano per trasformare la propria strategia e, quindi, influenzare il mercato in senso «sostenibile»; un simile processo richiede, tra l'altro, un sistema di misurazione delle esternalità positive che le imprese, adottando modelli di *business* sostenibili, possono generare. Bonsu<sup>49</sup>, infine, nel ribadire l'opportunità del passaggio da una finalità d'impresa concentrata sugli azionisti a una orientata alla pluralità degli *stakeholder*, propone di creare un *set* di obiettivi aziendali che siano in grado di soddisfare nel contempo l'esigenza dei *manager* di affrontare le sfide gestionali e il desiderio della collettività di migliorare il proprio benessere: a titolo di esempio, le problematiche incontrare dalla singola impresa nell'assumere e trattenere dirigenti professionalmente affidabili e dipendenti efficienti nel lavoro può essere coniugata con l'obiettivo macroeconomico di migliorare la cultura e la formazione di determinate fasce della popolazione e creare opportunità lavorative.

Altri Autori arrivano, inoltre, a proporre di conciliare la creazione di valore nel medio-lungo termine con la realizzazione dei bisogni sociali. Ciesielska e Iskoujina<sup>50</sup>, in proposito, presentano una serie di esempi virtuosi nei quali –

<sup>45</sup>R. LOZANO, *Sustainable business model: Providing a more holistic perspective*, in *Business Strategy and the Environment*, n. 27, 2017, pp. 1159-1166; A.J. HOFFMAN, *The Next Phase of Business Sustainability*, cit.; S. BONSU, *Stakeholder Primacy: The Sustainability Schema of Business*, in *Journal of Finance, Accounting and Management*, vol. 11, n. 1, pp. 36-52.

<sup>46</sup>R. LOZANO, *Sustainable business model: Providing a more holistic perspective*, cit., p. 1164.

<sup>47</sup>A.J. HOFFMAN, *The Next Phase of Business Sustainability*, cit.

<sup>48</sup>Così denominato dall'Autore, sulla base della terminologia dell'Erb Institute dell'Università del Michigan. ID., p. 35.

<sup>49</sup>S. BONSU, *Stakeholder Primacy: The Sustainability Schema of Business*, cit.

<sup>50</sup>M. CIESIELSKA, Z. ISKOUJINA, *Sustainability: insight from a business model perspective*, in *Journal of Critical Organization Inquiry*, vol. 15, nn. 3-4, 2017, pp. 249-256.