



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali**

**Corso di Laurea Magistrale in Economia e**

**Legislazione d'Impresa**

---

**Bilanci non finanziari per le società quotate come  
direzione strategica, gli impatti sugli indici di  
reddittività per le società del settore finanziario**

**Relatore:**

**Chiar.mo Prof.ssa Michela Pellicelli**

**Tesi di Laurea  
di Arianna Bucca  
Matr. n. 548543**

**Anno Accademico 2024-2025**

## **Sommario**

<b>Abstract</b> .....	4
<b>Introduzione</b> .....	5
<b>Capitolo 1 – Il Bilancio non finanziario e la sostenibilità di impresa</b> .....	7
<b>1.1 Il concetto di sostenibilità aziendale</b> .....	7
<b>1.2 La Corporate Social Responsibility (CSR) e l’evoluzione verso la sostenibilità integrata</b> .....	10
<b>1.3 La rendicontazione non finanziaria: definizione, finalità e contenuti</b> .....	16
<b>1.4 Il quadro normativo europeo e nazionale della rendicontazione non finanziaria</b> ....	21
<b>1.5 Principali standard di rendicontazione</b> .....	26
<b>1.6 Agenda 2030 e Strategia d’impresa: verso un modello di sviluppo sostenibile</b> .....	30
<b>Capitolo 2 – Il bilancio non finanziario come direzione strategica</b> .....	32
<b>2.1 La sostenibilità come leva competitiva e reputazionale</b> .....	32
<b>2.2 ESG come trasformazione della governance, dei processi e delle relazioni con gli stakeholder</b> .....	38
<b>2.3 Il ruolo della governance nella definizione della strategia sostenibile</b> .....	41
<b>2.4 La sostenibilità come fattore di riduzione del rischio e di stabilità finanziaria</b> .....	44
<b>2.5 Indici di misurazione delle performance: KPI ESG e Balanced Scorecard estesa</b> ...	48
<b>Capitolo 3 – Impatti del Bilancio non finanziario sui risultati e sugli indici finanziari</b> .....	55
<b>3.1 Le relazioni tra sostenibilità e performance economico-finanziaria</b> .....	55
<b>3.2 Evidenze nazionali ed internazionali</b> .....	59
<b>3.3 L’impatto dell’ESG sul costo del capitale e sulla performance azionaria</b> .....	64
<b>3.4 Correlazione tra indici ESG e indicatori di redditività</b> .....	68
<b>3.5 Effetti sul risk management e sulla volatilità dei titoli quotati</b> .....	72
<b>3.6 Analisi comparata tra società “ESG leader” e “ESG laggard” e gli effetti che la “reputazione” non finanziaria ha sui risultati economici e finanziari</b> .....	75
<b>Capitolo 4 - Il Ruolo della Finanza nella Transizione ESG: Analisi dei Bilanci Non Finanziari e Studio Empirico</b> .....	80
<b>4.1 La rendicontazione non finanziaria nelle società del settore finanziario</b> .....	80
<b>4.2 ESG e regolamentazione finanziaria europea</b> .....	85

<b>4.3. Analisi dei bilanci non finanziari delle principali società quotate del settore finanziario: Intesa San Paolo, Poste Italiane e Generali .....</b>	<b>88</b>
<b>4.4 Analisi empirica dell'integrazione ESG: il caso Amundi .....</b>	<b>92</b>
<b>4.5 Sintesi critica dei risultati empirici e implicazioni dell'integrazione ESG .....</b>	<b>97</b>
<b>4.6 Limiti e sviluppi futuri dell'integrazione ESG e della rendicontazione non finanziaria .....</b>	<b>101</b>
<b>Conclusioni.....</b>	<b>104</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>106</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>112</b>
<b>Appendice 1 – Intervista a Sara Lovisolo – Head of ESG Development, Amundi Italia .....</b>	<b>113</b>

## **Abstract**

La seguente tesi mostra il ruolo della rendicontazione non finanziaria nel contesto della crescente rilevanza della sostenibilità all'interno dei modelli di gestione aziendale e dei mercati finanziari. Nel contesto macroeconomico attuale, caratterizzato da instabilità geopolitica, crisi ambientali e crescenti disuguaglianze i criteri ESG (Environmental, Social and Governance) assumono un ruolo centrale nella valutazione complessiva delle performance aziendali.

L'elaborato si propone di rappresentare l'evoluzione della sostenibilità aziendale, evidenziato il passaggio da una concezione prevalentemente volontaristica, legata alla Corporate Social Responsibility, ad un modello integrato e strutturato, supportato da un quadro normativo europeo stringente e dettagliato. Durante la trattazione viene approfondito il ruolo della rendicontazione non finanziaria come strumento di trasparenza, monitoraggio, comunicazione e come leva strategica per l'inserimento dei criteri ESG all'interno dei processi decisionali.

La tesi si articola in capitoli dove vengono svolte analisi teoriche ed empiriche volte ad evidenziare come l'integrazione dei criteri ESG nei modelli aziendali possa contribuire alla creazione di vantaggio competitivo, al rafforzamento dell'immagine con conseguente rafforzamento della posizione sul mercato, alla riduzione del rischio provocando effetti positivi sulla stabilità finanziaria e sull'accesso al capitale. Viene, inoltre, studiata la relazione tra performance ESG e performance economico-finanziaria, mostrando come le imprese con elevati standard ESG tendano a registrare performance economiche più stabili nel tempo e caratteristiche di resilienza economica in situazioni di crisi del mercato.

Complessivamente, il lavoro è volto a dimostrare che il bilancio non finanziario non rappresenta solamente uno strumento informativo, ma un vero e proprio strumento strategico e un driver nella definizione della strategia aziendale, contribuendo alla transizione verso modelli di sviluppo virtuosi in termini di sostenibilità e orientati alla creazione di valore condiviso in un'ottica di lungo periodo.

## **Introduzione**

Di recente il contesto macroeconomico globale è stato caratterizzato da profonde trasformazioni che hanno fatto vacillare i paradigmi tradizionali relativi alla creazione di valore ed al management aziendale. Le crisi ambientali che si sono verificate in maniera sempre più frequente, l'acuirsi delle disuguaglianze sociali e le crescenti tensioni geopolitiche – le più rilevanti in questo periodo quelle in Europa e in Medio Oriente – hanno evidenziato i limiti di un modello economico orientato solo alla creazione di valore nel breve periodo attraverso la massimizzazione dei profitti. Per queste ragioni, emerge la necessità di un approccio più integrato e responsabile capace di coniugare sviluppo economico e sviluppo sostenibile.

La sostenibilità costituisce uno dei temi centrali del dibattito economico contemporaneo. Il contesto mondiale è caratterizzato sempre di più da una forte complessità e interdipendenza, i rischi ambientali, sociali e di governance si traducono sempre più spesso in rischi economico-finanziari. Come emerso dal World Economic Forum (2024), i più temuti rischi globali nel lungo periodo sono ormai fortemente dipendenti da fattori ambientali e sociali, questo sottolinea l'importanza di tali dimensioni e di come queste non possano più essere considerate estranee rispetto alle logiche di mercato.

In questo contesto, così definito, la rendicontazione non finanziaria costituisce un elemento di fondamentale importanza al fine di consentire al mercato una reale valutazione rispetto alle capacità dell'impresa di generare valore nel lungo periodo. Essa rappresenta lo strumento di integrazione delle informazioni relative agli impatti ambientali, sociali e di governance, contenendo il superamento dei limiti della rendicontazione tradizionale e contribuendo alla riduzione delle asimmetrie informative tra imprese e stakeholder (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). La crescente importanza attribuita dal mercato alla responsabilità e alla trasparenza porta la rendicontazione non finanziaria a diventare un elemento chiave nell'irrobustimento della fiducia nei mercati.

L'evoluzione normativa sul tema portano a comprendere quali siano le traiettorie future della Comunità Europea sulla stabilità. Il passaggio dalla Non-Financial Reporting Directive (NFRD) alla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) delinea infatti un momento di cambiamento strutturale: la sostenibilità passa dall'essere prevalentemente una scelta volontaria, all'essere un elemento obbligatorio e fortemente integrato nella gestione dell'impresa. Tale evoluzione che

sembra molto specifica riflette, in realtà, un cambiamento profondo nel capitalismo contemporaneo, sempre più orientato verso modelli di sviluppo inclusivo e sostenibile (Mayer, 2021).

Al contempo, le dinamiche macroeconomiche globali rendono evidente l'importanza della sostenibilità. Le tensioni geopolitiche hanno evidenziato la fragilità delle supply chain globali, mentre le crisi ambientali stanno generando costi crescenti che provocano impatti diretti fortemente negativi sulle attività produttive. Le disuguaglianze e il peggioramento delle condizioni di povertà alimentano instabilità politica, influenzando anche il comportamento degli investitori e dei consumatori. In questo contesto fragile la sostenibilità emerge sia come imperativo etico che come condizione necessaria per garantire un orizzonte di resilienza alle imprese (Lins, Servaes, & Tamayo, 2017).

Sulla scorta di queste riflessioni, la tesi si propone di analizzare il ruolo del bilancio di sostenibilità come leva strategica capace di influenzare sia le performance economico-finanziarie che altri aspetti che rendono il ruolo dell'impresa nel sistema economico attuale proattivo e solido. L'obiettivo è quello di dimostrare come l'integrazione dei fattori ESG possa contribuire, con quali effetti, caratteristiche e tempistiche sulla creazione di valore delle imprese, rafforzandone la competitività, la reputazione e la stabilità finanziaria (Friede, Busch, & Bassen, 2015).

Nel primo capitolo vengono esaminate le caratteristiche generali del concetto di sostenibilità e le sue evoluzioni nel tempo, compreso il ruolo della Corporate Social Responsibility, della rendicontazione non finanziaria e la trasformazione del contesto normativo europeo. Il secondo capitolo riguarda l'analisi del bilancio di sostenibilità e la sua funzione di leva strategica andando a fondo del legame tra sostenibilità e vantaggio competitivo. Nel terzo capitolo la tesi prende una piega più empirica mostrando le origini empiriche della correlazione tra sostenibilità e: riduzione del rischio, costo del capitale e performance azionaria. La tesi si chiude con il quarto capitolo che tratta la realtà della sostenibilità nelle imprese operanti nel settore finanziario e mostra l'applicazione di quanto asserito teoricamente a casi reali tra cui lo studio del caso Amundi SGR.

In definitiva l'elaborato si inserisce in un dibattito fortemente attuale e di grande rilevanza strategica per il futuro, proponendo un cambio di visione rispetto alla sostenibilità non solamente come vincolo ma come fattore fondamentale al fine di affrontare le sfide del sistema economico moderno sempre più instabile e complesso.

## **Capitolo 1 – Il Bilancio non finanziario e la sostenibilità di impresa**

Il capitolo analizza l'evoluzione del concetto di sostenibilità aziendale, evidenziando il passaggio da una visione ambientale ad un approccio integrato che comprende dimensioni economiche, sociali e di governance (ESG). Viene approfondito il ruolo della Corporate Social Responsibility (CSR), evolutasi da pratica volontaria a elemento strategico della gestione d'impresa.

Particolare attenzione è dedicata alla rendicontazione non finanziaria, quale strumento di misurazione, controllo e comunicazione degli impatti aziendali, nonché al suo contributo alla trasparenza e alla creazione di valore nel lungo periodo. Il capitolo esamina inoltre il quadro normativo europeo e nazionale (NFRD, CSRD) e i principali standard di reporting.

Infine, viene evidenziato il ruolo dell'Agenda 2030 come riferimento globale per l'integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali.

### **1.1 Il concetto di sostenibilità aziendale**

Negli ultimi decenni il concetto di sostenibilità ha assunto sempre più importanza nell'ambito economico manageriale evolvendosi da pura attenzione agli impatti ambientali a complesso meccanismo di gestione responsabile dell'impresa. In ambito aziendale il concetto di sostenibilità non rappresenta più solamente un elemento accessorio bensì una leva strategica che orienta le decisioni manageriali e influenza la creazione di valore nel lungo periodo segnando impatti importanti anche sul rapporto con gli stakeholder.

Le radici storiche della sostenibilità affondano nella gestione sostenibile del settore forestale, dove il concetto di sostenibilità era legato alla promozione di un utilizzo responsabile delle risorse naturali, finalizzato a soddisfare i bisogni delle generazioni presenti senza compromettere lo stock di risorse disponibili per quelle future. Alla base del concetto di sostenibilità vi è, pertanto, una chiara matrice ecologica, che sottolinea la necessità che le attività di sviluppo economico si realizzino nel rispetto della natura e dei limiti imposti dagli ecosistemi naturali.

Chiarita l'origine ecologica della sostenibilità, è opportuno analizzare l'evoluzione di tale concetto e, in particolare, il rapporto tra sostenibilità e sviluppo sostenibile. Il legame tra questi due concetti si sviluppa tra gli anni Settanta e Ottanta del Novecento, quando l'idea di sostenibilità, intesa come salvaguardia ecologica, viene progressivamente messa in relazione con le esigenze di sviluppo

economico e sociale, con l'obiettivo di individuare un equilibrio efficiente tra due dimensioni apparentemente contrapposte.

Una definizione formale di sviluppo sostenibile viene proposta per la prima volta nel Rapporto Brundtland del 1987, che introduce tale concetto come principio guida per integrare le esigenze dello sviluppo socio-economico con la tutela ambientale. Secondo il documento, lo sviluppo sostenibile è “uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni” (WCED, 1987).

Il rapporto, pubblicato dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo, affronta per la prima volta il concetto di sviluppo sostenibile non soltanto come tutela dell'ambiente, ma anche come promozione del benessere umano. Tale definizione introduce il principio di responsabilità intergenerazionale, evidenziando come le azioni del presente possano produrre effetti significativi sulle generazioni future. Questo approccio apre a una visione multidimensionale della sostenibilità.

Nel tempo, il concetto di sostenibilità si è progressivamente ampliato, passando da una prospettiva prevalentemente ambientale a una visione integrata che include aspetti ambientali, sociali ed economici. Tale approccio è comunemente definito come modello dei “tre pilastri della sostenibilità”, noto anche come “People, Planet, Profit”, secondo cui le tre dimensioni devono essere perseguite in modo equilibrato e integrato.

La sostenibilità ambientale (Planet) riguarda la protezione dell'ambiente, la riduzione degli impatti ambientali e degli sprechi di risorse naturali, nonché la lotta al cambiamento climatico. La sostenibilità sociale (People) si riferisce al rispetto della persona e del lavoratore, fondandosi sui principi di sicurezza, equità, giustizia sociale e tutela dei diritti umani. La sostenibilità economica (Profit), infine, concerne la capacità di un sistema economico di garantire occupazione, crescita duratura e stabilità nel lungo periodo.

Questa visione integrata ha determinato un cambiamento significativo anche nel modo di concepire l'impresa, che non è più considerata esclusivamente come un'entità orientata alla massimizzazione del profitto, ma come un'organizzazione responsabile nei confronti di una pluralità di stakeholder, tra cui dipendenti, clienti, fornitori, investitori, istituzioni e comunità locali. In tale contesto, la

sostenibilità assume un ruolo centrale sotto il profilo reputazionale e strategico, contribuendo alla creazione di valore nel lungo periodo.

La principale sfida manageriale diventa quindi l'adozione di strategie sostenibili e la costruzione di modelli di business flessibili, capaci di adattarsi alle crescenti sfide ambientali, sociali e regolamentari. Le imprese che integrano la sostenibilità nella propria strategia mostrano una maggiore capacità di attrarre investimenti, rafforzare la fiducia degli stakeholder e migliorare la propria posizione competitiva sul mercato.

In questa prospettiva, la sostenibilità aziendale si configura come un elemento chiave nella definizione delle strategie e nella valutazione delle performance d'impresa. La crescente attenzione di stakeholder e istituzioni verso i temi ESG (Environmental, Social and Governance) ha ulteriormente rafforzato l'importanza di strumenti di misurazione e comunicazione della sostenibilità. In tale contesto si inserisce la rendicontazione non finanziaria, utilizzata dalle imprese non solo come strumento di comunicazione verso l'esterno delle politiche adottate e dei risultati conseguiti, ma anche come mezzo di monitoraggio e controllo interno delle attività aziendali, oltre che come strumento di comunicazione all'interno dell'organizzazione stessa.

## **1.2 La Corporate Social Responsibility (CSR) e l'evoluzione verso la sostenibilità integrata**

Nel processo di evoluzione del concetto di sostenibilità e del ruolo sociale dell'impresa svolge un ruolo cruciale il concetto di Corporate Social Responsibility (CSR), inteso come l'insieme delle politiche in tema di responsabilità sociale e delle pratiche attraverso cui le imprese integrano volontariamente considerazioni di natura sociale, ambientale ed etica nelle proprie attività operative e nelle relazioni con tutti gli stakeholder. La CSR rappresenta uno dei primi tentativi di cambiamento volto a superare una visione dell'impresa esclusivamente orientata alla massimizzazione del profitto. Grazie alla CSR viene introdotta una prospettiva più ampia, fondata sulla responsabilità sociale e sul contributo dell'impresa allo sviluppo sostenibile.

Il concetto moderno di CSR si struttura a partire dalla seconda metà del Novecento, quando aumenta l'attenzione degli stakeholder e delle istituzioni nei confronti del ruolo sociale dell'impresa, inteso come vero e proprio obiettivo da raggiungere. La configurazione dell'impatto sociale dell'impresa come obiettivo pone la necessità di strutturare una strategia per il suo raggiungimento, analogamente a quanto avviene per gli obiettivi imprenditoriali ed economici. Nella fase iniziale, la responsabilità sociale era associata a iniziative filantropiche e di volontariato, come donazioni, progetti sociali e interventi a favore delle comunità locali. Tali elementi, con il tempo, non sono stati abbandonati, ma integrati con ulteriori iniziative e attività aziendali. L'ampliamento del concetto ha fatto sì che la CSR assumesse una dimensione più strutturata e strategica, diventando parte integrante della gestione aziendale.

Nel 1991 Carroll fornisce un contributo rilevante alla definizione teorica della CSR, proponendo un modello articolato su quattro livelli di responsabilità: economica, legale, etica e filantropica. Secondo tale approccio, l'impresa deve essere innanzitutto economicamente sostenibile, in linea con la visione classica secondo cui la responsabilità primaria dell'impresa consiste nel generare profitto nel rispetto delle regole (Friedman, 1970). L'impresa, secondo il modello di Carroll, deve quindi rispettare le normative vigenti, operare in modo etico e contribuire volontariamente al benessere della società. Questo modello segna un'evoluzione nel concetto di CSR, poiché afferma che la responsabilità sociale non si limiti ad azioni volontarie, ma includa anche il rispetto di standard normativi ed etici.

# Carroll's CSR Pyramid

Carroll's Pyramid of Corporate Social Responsibility (CSR)



Figura 1 - Piramide della CSR secondo Carroll (1991)

Fonte: SlideSalad.com

Nel contesto europeo, la Commissione Europea ha contribuito alla diffusione del concetto di CSR definendola come “la responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società” (European Commission, 2011). Tale definizione evidenzia il passaggio da una visione volontaristica ad un approccio più integrato, in cui l’impatto sociale viene gestito in maniera sistematica attraverso l’analisi degli effetti economici, sociali e ambientali delle attività aziendali.

Con l’evoluzione del contesto economico e regolamentare, la CSR ha progressivamente superato una dimensione puramente reputazionale, assumendo un ruolo strategico e direzionale, influenzando la definizione dei modelli di business e configurandosi come indirizzo gestionale. La sostenibilità non rappresenta più soltanto un obbligo richiesto dalle normative e imposto dalle istituzioni, ma diventa anche una fonte di vantaggio competitivo e di creazione di valore. Per queste ragioni entra nei processi decisionali dell’impresa, nella governance e nella gestione dei rischi aziendali.

A partire da questa evoluzione emerge il concetto di sostenibilità integrata, secondo cui gli aspetti economici, sociali e ambientali non devono essere gestiti separatamente, ma come componenti

interconnesse all'interno della strategia aziendale. Per questa ragione la CSR si evolve da insieme di pratiche volontarie, caratterizzate anche da elementi di gratuità, a elemento strutturale della gestione aziendale, considerato al pari degli obiettivi reddituali. In tal modo la sostenibilità diventa parte integrante della gestione dell'impresa, contribuendo alla definizione di modelli di business sostenibili e resilienti.

L'integrazione della sostenibilità nel concetto di impresa implica anche un'evoluzione del rapporto tra impresa e portatori di interesse. Le imprese non vengono più valutate esclusivamente sulla base delle performance economico-finanziarie, ma anche in relazione alla capacità di produrre impatti positivi per la società e di ridurre gli effetti negativi delle proprie attività. Il tema assume oggi una rilevanza crescente, poiché numerosi studi evidenziano come per gli individui — in quanto attori del mercato — le tematiche ambientali e il benessere psico-fisico rappresentino elementi fondamentali. È quindi ragionevole ritenere che tale sensibilità sociale si rifletta sul mercato, diventando una tendenza rilevante per il successo competitivo e per la capacità di attrarre capitali necessari al finanziamento dell'attività d'impresa.

Il tema della finanza sostenibile è stato affrontato in diversi studi di psicologia economica. In particolare, Shefrin (2024) evidenzia come gli investitori attribuiscono importanza non solo all'entità dei rendimenti, ma anche alla loro origine, ricercando coerenza tra i risultati finanziari e i propri valori etici. Quando si parla di stakeholder non ci si riferisce esclusivamente a quelli esterni, ma anche a quelli interni all'impresa; per tale motivo, l'impatto sociale delle attività aziendali assume rilevanza anche per i dipendenti. La letteratura psicologico-organizzativa ha evidenziato come le pratiche di Corporate Social Responsibility e l'integrazione dei fattori ESG migliorino la soddisfazione lavorativa, il benessere psicologico e il livello di engagement dei lavoratori. Il coinvolgimento dei dipendenti nelle iniziative di sostenibilità contribuisce inoltre a rafforzare la percezione di significato del lavoro e, di conseguenza, la produttività. Numerosi studi dimostrano anche che le imprese caratterizzate da elevati standard di sostenibilità presentano livelli inferiori di turnover e maggiore fidelizzazione del personale. Tali evidenze confermano che la sostenibilità rappresenta non solo un fattore strategico e reputazionale, ma anche una leva fondamentale per il benessere organizzativo e per la gestione del capitale umano. In questo contesto, la gestione responsabile delle relazioni con clienti, fornitori, investitori, istituzioni e comunità locali diventa un elemento centrale della strategia aziendale.

## The Following are Very Important or Essential to My Happiness

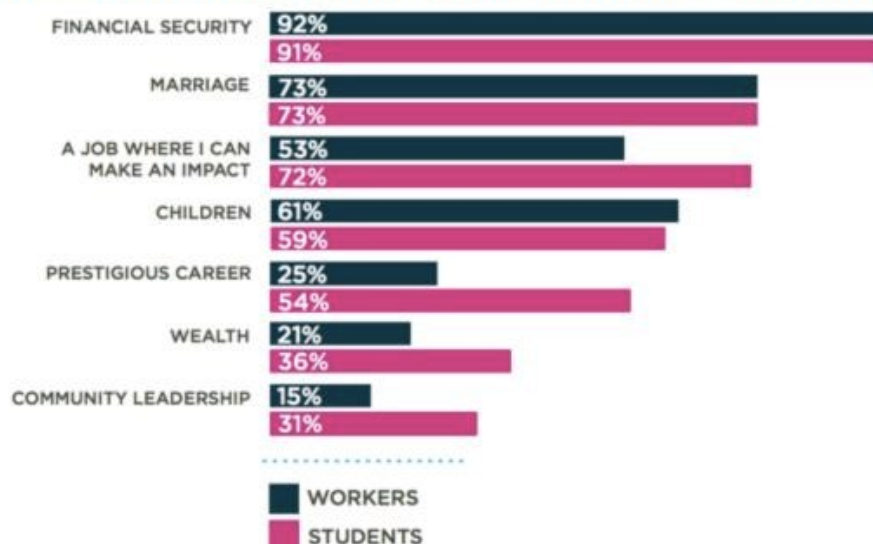


Figura 2 - Fattori ritenuti essenziali per il benessere e la soddisfazione individuale

Fonte: Forbes.it - Jeanne Meister, 2012

Nel grafico riportato da Forbes nell'articolo "The future of work: Corporate Social Responsibility attracts top talent" (Jeanne Meister, 2012) mostra come accanto alla sicurezza economica gli individui attribuiscono crescente importanza alla possibilità di svolgere un lavoro significativo e capace di generare un impatto positivo. In particolare, la dimensione del "lavoro con impatto" assume un peso rilevante confermando quanto asserito dalla letteratura sulla responsabilità sociale dell'impresa. Il fatto che tale dato sia maggiore per quanto riguarda gli studenti mostra una tendenza che si incrementerà nel futuro e con i lavoratori di domani, motivo per cui le imprese che investiranno in maniera consistente nella responsabilità sociale trarranno benefici anche da una maggiore fidelizzazione dei dipendenti.

La crescente attenzione degli investitori e delle istituzioni verso i fattori ESG (Environmental, Social and Governance) ha ulteriormente rafforzato il ruolo della CSR come strumento di comunicazione della sostenibilità. Le imprese che adottano pratiche di responsabilità sociale e le comunicano efficacemente al mercato dimostrano una maggiore capacità di gestione dei rischi, un vantaggio reputazionale e un più elevato livello di fiducia da parte degli stakeholder.

In tale prospettiva, la CSR si collega direttamente alla rendicontazione non finanziaria, che rappresenta lo strumento attraverso cui le imprese comunicano le proprie politiche aziendali, azioni e performance in ambito ambientale, sociale e di governance. La rendicontazione consente di misurare, attraverso indicatori comparabili, i principi della CSR, favorendo sia una maggiore fruibilità delle informazioni da parte degli stakeholder esterni sia il monitoraggio dei risultati all'interno dell'azienda. Ciò rende più agevole l'integrazione della sostenibilità nei processi decisionali aziendali.

L'evoluzione della CSR, dalle prime interpretazioni al concetto di sostenibilità integrata, riflette un cambiamento profondo nel ruolo dell'impresa nel panorama contemporaneo. Le imprese sono sempre più chiamate a operare in modo responsabile, contribuendo non solo ai risultati economico-finanziari, ma anche al benessere sociale e alla tutela dell'ambiente. Per tale ragione, la CSR rappresenta una fase fondamentale nel percorso che conduce verso modelli di gestione orientati alla sostenibilità e alla creazione di valore condiviso.

L'evoluzione della CSR richiede naturalmente il supporto delle istituzioni e di un quadro normativo in grado di incentivare l'applicazione dei principi di responsabilità sociale. Nel contesto europeo, la CSR è stata accompagnata da un progressivo rafforzamento delle politiche comunitarie e delle linee guida istituzionali. A partire dai primi anni Duemila, l'Unione Europea ha promosso un approccio sempre più strutturato alla responsabilità sociale, riconoscendone il ruolo strategico per la competitività delle imprese in un contesto economico globale sempre più complesso. La Commissione Europea ha progressivamente rielaborato il concetto di CSR, superando la visione puramente volontaristica e sottolineando l'importanza dell'integrazione della sostenibilità nei processi aziendali e nei modelli di governance.

Parallelamente alle iniziative comunitarie, si è assistito alla crescente diffusione di strumenti e standard internazionali sviluppati con l'obiettivo di supportare l'integrazione della sostenibilità nella gestione d'impresa. Tra questi assumono particolare rilevanza le linee guida del Global Reporting Initiative (GRI), che hanno contribuito a standardizzare la rendicontazione delle performance ambientali e sociali, favorendo una maggiore trasparenza e comparabilità tra le organizzazioni in tema di informazioni non finanziarie. L'adozione di tali strumenti ha progressivamente trasformato la CSR

da insieme di pratiche e “buoni propositi” a sistema strutturato di gestione e comunicazione della sostenibilità.

Un ulteriore passaggio decisivo nell’evoluzione della sostenibilità aziendale è rappresentato dal progressivo avvicinamento tra CSR e fattori ESG (Environmental, Social and Governance). Sebbene i due concetti presentino tratti distintivi, essi risultano fortemente interconnessi. La CSR nasce principalmente come approccio etico e volontario orientato alla responsabilità sociale dell’impresa, mentre l’approccio ESG si sviluppa in ambito finanziario con l’obiettivo di misurare le performance ambientali, sociali e di governance e integrarle nei processi di valutazione del rischio e nella creazione di valore per gli investitori. Nel tempo, la convergenza tra CSR ed ESG ha contribuito a rafforzare l’integrazione della sostenibilità nei processi decisionali e nella strategia aziendale.

Nonostante i numerosi benefici associati alla CSR, la letteratura ha evidenziato anche alcune criticità. In particolare, è stato sottolineato come, in alcuni casi, le iniziative di responsabilità sociale possano essere utilizzate prevalentemente come strumenti di comunicazione reputazionale, senza un reale cambiamento nei comportamenti aziendali. Questo fenomeno, noto come “greenwashing”, ha rafforzato l’esigenza di sistemi di misurazione e rendicontazione più rigorosi e standardizzati, in grado di garantire trasparenza, credibilità e verificabilità delle informazioni non finanziarie.

In risposta a tali esigenze, la CSR si è progressivamente evoluta verso il concetto di sostenibilità integrata, che implica l’integrazione sistematica degli aspetti economici, sociali e ambientali nei modelli di governance, nei processi decisionali e nella gestione delle performance aziendali. In questa prospettiva, la sostenibilità non rappresenta più un elemento accessorio, ma diventa parte integrante della strategia e del modello di business dell’impresa.

In conclusione, la Corporate Social Responsibility rappresenta una fase fondamentale nel processo evolutivo che ha condotto le imprese verso modelli di gestione orientati alla sostenibilità. Da approccio volontario e prevalentemente filantropico, la CSR si è progressivamente trasformata in elemento strategico e strutturale della gestione aziendale, contribuendo alla diffusione della sostenibilità integrata e alla creazione di valore condiviso nel lungo periodo.

### **1.3 La rendicontazione non finanziaria: definizione, finalità e contenuti**

Nel contesto dell'evoluzione del concetto di sostenibilità e della crescente importanza e integrazione dei fattori ambientali, sociali ed economici l'informativa non finanziaria rappresenta uno strumento fondamentale per la misurazione, la comunicazione e la gestione della sostenibilità all'interno dell'impresa. L'affermazione della CSR e l'ampliamento delle responsabilità aziendali oltre alla mera dimensione economico-finanziaria hanno reso necessario l'implementazione di strumenti informativi in grado di rappresentare in maniera sistematica gli impatti sociali, ambientali e di governance delle attività aziendali.

Il bilancio non finanziario può essere definito come lo strumento attraverso cui l'impresa comunica informazioni relative agli impatti sociali del proprio operato. A differenza del bilancio finanziario che fornisce una rappresentazione della situazione economica patrimoniale e finanziaria dell'impresa, la rendicontazione non finanziaria si propone di rappresentare la capacità dell'impresa di generare impatti positivi nelle tematiche considerate di "responsabilità sociale" come: gli effetti delle proprie attività sull'ambiente, gli effetti sulla società e sugli stakeholder.

In questo contesto, dove la sostenibilità assume sempre più importanza e dove la capacità dell'impresa di generare valore nel lungo periodo, anche tramite impatti sociali positivi, diventa un'informazione sensibile in grado di influenzare il mercato, il bilancio non finanziario diventa uno strumento essenziale per ridurre le asimmetrie informative. Di conseguenza anche uno strumento di efficientamento del mercato, in grado di rafforzare la fiducia degli stakeholder e migliorare la legittimazione sociale dell'impresa.

Come già accennato, oltre alla funzione informativa, il bilancio non finanziario svolge un'importante funzione gestionale; consente alle imprese di monitorare i propri impatti sia in termini di impatti ambientali come il controllo delle emissioni e la riduzione degli sprechi di materie prime che in termini di impatti sociali come la riduzione del gender gap e i benefici all'occupazione. Lo scopo di gestione interna e di supporto alla funzione manageriale, del bilancio non finanziario, facilita l'integrazione della sostenibilità nei processi decisionali e strategici. L'integrazione della sostenibilità nei processi strategici consiste nel fare in modo che le imprese si pongano obiettivi sempre più ambiziosi dal punto di vista della responsabilità sociale, che questi obiettivi vengano, anche grazie

all'informativa, divulgati all'interno dell'organizzazione e che vengano perseguiti a tutti i livelli massimizzando l'effort di ogni dipendente all'interno dell'impresa.

La rendicontazione di sostenibilità permette anche una sorta di accountability, consente all'impresa di trasformare le iniziative sostenibili in informazioni quantitative rendendole fruibili al mercato ed essendo in grado di fornire informazioni trasparenti circa i risultati ottenuti grazie alle iniziative intraprese.

La struttura del bilancio non finanziario rispecchia l'impostazione della sostenibilità come elemento integrato nella gestione aziendale. Per questo motivo il documento è solitamente articolato in tre macro-aree, ciascuna delle quali raccoglie le informazioni relative alle attività svolte dall'impresa, agli impatti generati e agli obiettivi che essa si propone di raggiungere in quella specifica dimensione della responsabilità sociale. Questa organizzazione permette di presentare in modo più chiaro e coerente l'impegno dell'azienda nei diversi ambiti ESG, facilitando al tempo stesso la comprensione e la valutazione da parte degli stakeholder.

Contenuti dell'informativa non finanziaria:

1. Dimensione ambientale (E)

- a. Emissioni di gas serra
- b. Consumo energetico ed efficientamento energetico
- c. Efficienza e riduzione degli sprechi nell'utilizzo delle risorse naturali
- d. Impatti ambientali della gestione caratteristica
- e. Strategie e obiettivi di sostenibilità ambientale

2. Dimensione sociale (S)

- a. Condizioni e diritti dei lavoratori e delle imprese integrate nel processo di produzione come le imprese della supply chain
- b. Garanzia della salute e dell'applicazione delle norme in tema di sicurezza sul lavoro
- c. Formazione e investimento sullo sviluppo del capitale umano
- d. Diversity & Inclusion
- e. Welfare aziendale e benessere percepito dai dipendenti
- f. Relazione con il territorio e le comunità locali

### 3. Governance (G)

- a. Struttura e governo societario
- b. Risk management e controllo interno
- c. Compliance normativa
- d. Politiche anticorruzione e anti-riciclaggio
- e. Trasparenza e responsabilità aziendale



Figura 3 - Le tre sezioni del bilancio di sostenibilità

Fonte: [peakframeworks.com](http://peakframeworks.com)

L'informativa non finanziaria non ha uno schema rigido che richieda la sola e unica esposizione delle informazioni che abbiamo riportato; può, pertanto, essere integrata con informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dalla normativa. Molti bilanci di sostenibilità presentano anche sezioni che riguardano i diritti umani ed espongono il modello di business e le strategie ESG messe in atto dall'impresa.

La rendicontazione di sostenibilità, nel suo processo di consolidamento, ha mostrato non solo progressi, ma anche alcune criticità significative. Una delle questioni più discusse riguarda la

difficoltà di valutare in modo realmente oggettivo il livello di sostenibilità di un'impresa. L'assenza, per lungo tempo, di parametri condivisi ha infatti favorito margini di ambiguità, entro i quali alcune aziende hanno adottato comportamenti opportunistici. Un esempio ormai noto è il *greenwashing*, ovvero la comunicazione di iniziative presentate come sostenibili principalmente per ottenere un vantaggio reputazionale, senza che a tali dichiarazioni corrispondesse un cambiamento effettivo nelle pratiche aziendali o nella gestione della responsabilità sociale.

Questi problemi non riguardavano soltanto gli aspetti etici o reputazionali. Fino alla recente introduzione di standard e indicatori più strutturati, l'informativa non finanziaria era caratterizzata da un forte grado di soggettività. Le imprese tendevano a fornire descrizioni qualitative e narrative, non sempre traducibili in metriche quantitative e difficilmente confrontabili tra loro. La comparabilità, elemento centrale per gli stakeholder e per gli investitori, risultava così limitata, ostacolando la possibilità di valutare in maniera trasparente le performance ESG delle diverse realtà aziendali.

Negli ultimi anni, grazie all'impegno delle istituzioni europee e internazionali, queste criticità sono state affrontate attraverso l'introduzione di sistemi di rendicontazione più rigorosi e di controlli esterni volti a garantirne l'affidabilità. La definizione di standard uniformi – insieme allo sviluppo di meccanismi di assurance – ha contribuito a rafforzare la qualità e la veridicità delle informazioni non finanziarie, rendendole progressivamente più trasparenti, misurabili e utili ai fini decisionali.

Nell'insieme, il bilancio non finanziario rappresenta oggi uno degli strumenti con cui le imprese integrano la sostenibilità nel proprio progetto strategico. Permette di produrre informazioni quantificabili e comparabili in grado di indirizzare il percorso dell'impresa rispetto a queste tematiche. La fruizione di informazioni quantitative e comparabili da parte degli stakeholder permette una sempre maggiore integrazione tra performance economico-finanziaria e sostenibilità. In un mondo in costante evoluzione che presenta diverse sfide dal punto di vista ambientale e sociale essere in grado di avere una chiara strategia e saperla comunicare in modo efficace al mercato rappresenta un elemento essenziale di partecipazione e competitività sul mercato soprattutto per imprese di grosso taglio che si rivolgono ad un mercato attento e consapevole.

Il bilancio non finanziario consente alle imprese e al mercato attraverso la misurazione delle performance ESG di adottare una visione più completa delle attività dell'impresa contribuendo alle

sfide sociali e ambientali e alla creazione di business sostenibili e orientati alla creazione di valore condiviso.

#### **1.4 Il quadro normativo europeo e nazionale della rendicontazione non finanziaria**

Il progressivo consolidarsi della sostenibilità aziendale, ha trovato concreta formalizzazione in un quadro normativo europeo e nazionale articolato, volto a rafforzare la trasparenza e la veridicità dell'informativa non finanziaria.

Negli ultimi anni l'Unione Europea ha svolto un ruolo centrale nella definizione degli obblighi di rendicontazione in materia ESG. L'obiettivo della formulazione di standard normativi era quello di rendere possibile una maggiore comparabilità delle informazioni, ridurre le asimmetrie informative nei mercati e orientare i flussi di capitale verso business sostenibili.

In questo contesto la normativa sulla rendicontazione non finanziaria ha subito un'evoluzione che l'ha portata dall'aver un carattere flessibile e volontario ad un sistema sempre più standardizzato e con limiti di legge ben definiti e strutturati, culminato nell'introduzione di requisiti normativi e obblighi in tema di rendicontazione non finanziaria che deve rispettare standard tecnici obbligatori a livello europeo.

Un passo fondamentale nel processo di strutturazione della normativa in tema di rendicontazione non finanziaria è rappresentato dall'azione della Direttiva 2014/95/UE, nota come Non-Financial Reporting Directive (NFRD). Tale normativa introduce per la prima volta a livello europeo l'obbligo di disclosure in materia di informazioni non finanziarie. La direttiva si inserisce nel percorso istituzionale volto a sensibilizzare la responsabilità sociale dell'impresa e la trasparenza nei mercati finanziari, riconoscendo le informazioni ambientali e sociali come informazioni price sensitive e con un ruolo rilevante nella valutazione delle performances.

La direttiva 2014/95/UE ha previsto l'obbligo, per gli enti di interesse pubblico (EIP) di grandi dimensioni, di includere nella relazione sulla gestione, già prevista dagli obblighi di legge, una dichiarazione di carattere non finanziario che contenesse informazioni relative almeno ai seguenti ambiti: ambientale, sociale, attinenti al personale, sul rispetto dei diritti umani, lotta contro la corruzione e la concussione. L'obiettivo della normativa era prima di tutto quello di migliorare la trasparenza delle imprese nei confronti degli stakeholder e di favorire un maggiore integrazione delle tematiche ESG nei processi aziendali.

La NFRD presenta sia elementi di forza, legati alla promozione della trasparenza e della sostenibilità, sia alcuni limiti soprattutto in termini di comparabilità e standardizzazione delle informazioni.

#### Punti di forza della normativa 2014/95/UE:

- Rappresentava un primo passo verso la trasparenza ESG introducendo per la prima volta un obbligo normativo europeo di informativa non finanziaria promuovendo la diffusione della sostenibilità.
- Incentivava le imprese a rendere conto agli stakeholders degli impatti ambientali e sociali del proprio operato.
- La disponibilità delle informazioni ESG sul mercato ha favorito che tali informazioni influenzassero le scelte di investimento creando un'integrazione tra fattori ESG e mercati finanziari.
- La direttiva consentiva alle imprese di scegliere quali principi di rendicontazione utilizzare permettendo alle imprese una più agevole adozione iniziale dei reporting non finanziario.

#### Limiti della normativa 2014/95/UE:

- L'elevata flessibilità in merito ai standard da utilizzare per la redazione del report non finanziario rendeva difficoltosa al mercato la comparabilità delle informazioni.
- Le informazioni rappresentate all'interno dei report spesso erano informazioni qualitative e difficilmente traducibili in dati misurabili e verificabili.
- L'ambito di applicazione della normativa si limitava ai grandi enti di interesse pubblico con più di 500 dipendenti, escludendo dall'obbligo la gran parte del tessuto economico europeo.
- Non era previsto un sistema di assurance rigoroso e uniforme, con conseguente mancanza di affidabilità delle informazioni.

In Italia la direttiva 2014/95/UE è stata recepita con il decreto legislativo n. 254 del 30 Dicembre 2016, il quale, coerentemente con la direttiva europea, ha introdotto l'obbligo di redazione della Dichiarazione Non finanziari (DNF) per gli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni. Il decreto ha definito in maniera puntuale e con dovizia di particolari i contenuti minimi della dichiarazione. Le imprese dovevano fornire informazioni relative al modello aziendale di gestione e organizzazione delle attività, delle politiche adottate in tema di materia ambientale e sociale e rendicontare i risultati

conseguiti e i principali rischi connessi alle tematiche ESG tipici dell'attività caratteristica dell'impresa.

Il D.Lgs 254/2016 ha stabilito che la dichiarazione non finanziaria possa essere redatta come parte integrante della relazione sulla gestione oppure come documento separato, purchè depositato entro i termini previsti per la pubblicazione del bilancio d'esercizio. Ha inoltre previsto l'obbligo di sottoporre l'informativa non finanziaria alla verifica da parte di un soggetto incaricato alla revisione legale, al fine di attestare la veridicità delle informazioni e di attestare la conformità delle informazioni ai requisiti normativi.

Un elemento centrale e innovativo della disciplina italiana è rappresentato dal concetto di materialità. Secondo questo principio le imprese sono tenute a rendicontare le informazioni ritenute rilevanti in relazione agli impatti generati dalle proprie attività e agli interessi degli stakeholder. Questo principio ha fatto in modo che si generasse un equilibrio tra necessità di completezza informativa e oneri che le società dovevano sostenere al fine di rendicontare le informazioni non finanziarie.

Complessivamente la NFRD ha rappresentato un punto di svolta verso l'istituzionalizzazione della rendicontazione non finanziaria in Europa, tuttavia, i limiti legati alla scarsa standardizzazione e verificabilità delle informazioni ha reso necessaria l'evoluzione della normativa successivamente realizzata con l'introduzione della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

La nuova direttiva amplia in maniera significativa l'ambito di applicazione degli obblighi estendendo l'onere ad un numero maggiore di imprese e introducendo requisiti più stringenti in merito agli standard di rendicontazione in maniera da facilitare la comparabilità e la verificabilità delle informazioni.

La CSRD prevede l'obbligo di rendicontazione per imprese che rispettano specifici criteri dimensionali e giuridici, nonché per alcuni specifici soggetti operanti nel mercato europeo. Vediamo quali categorie sono incluse nella CSRD:

- Grandi imprese: tutte le imprese che rientrano nel perimetro della definizione di grande impresa europea e che soddisfano almeno due dei tre criteri ossia: un numero di dipendenti maggiore di 250, oltre 40 milioni di Euro di fatturato annuo, oltre 20 milioni di Euro di attivo

patrimoniale. Le imprese che rientrano in questa categoria sono tenute a redigere la rendicontazione non finanziaria secondo i principi ESRS.

- Imprese quotate: l'obbligo è esteso anche alle imprese quotate in mercati regolamentati dall'Unione Europea, a prescindere dalle dimensioni dell'impresa quotata. Questo implica che all'interno del perimetro di applicazione siano contemplate anche le piccole e medie imprese quotate. Per tali soggetti giuridici, però, è prevista un'applicazione graduale con la possibilità di applicare standard semplificati e l'eventualità di opzioni di "opt-out" nei primi anni.
- EIP – Enti di interesse pubblico e istituzioni finanziarie: rientrano nell'obbligo banche e istituti di credito, imprese assicurative e altri enti di interesse pubblico. Per tali soggetti la rendicontazione assume particolare rilevanza dal momento che, in quanto enti di interesse pubblico, sono caratterizzati da un elevato numero di stakeholders e a forte impatto sociale ed istituzionale.
- Imprese extracomunitarie con attività significativa nell'Unione Europea: si riferisce a tutte le imprese che hanno sede legale in un paese extra-comunitario ma che generano un fatturato superiore a 150 milioni di Euro nell'UE oppure che possiedono una filiale o una controllata significativa in uno degli stati membri dell'Unione Europea.

Negli anni scorsi la CSRD prevedeva un'estensione graduale del suo campo di applicazione: prima le grandi aziende già soggette alla NFRD (dal 2024), poi le altre grandi imprese (dal 2025), successivamente le PMI quotate (dal 2026, con possibilità di rinvio) e infine, dal 2028, le imprese extra-UE rilevanti.

Nel 2025 però, con il pacchetto di semplificazione *Omnibus*, il Parlamento europeo e il Consiglio hanno approvato il meccanismo chiamato "*Stop-the-clock*", che ha di fatto congelato e posticipato l'entrata in vigore di diversi obblighi legati alla CSRD. In pratica, molte aziende che avrebbero dovuto iniziare a rendicontare nei prossimi anni vedranno slittare l'obbligo di circa due anni. L'obiettivo era evitare che le imprese dovessero adeguarsi subito per poi ritrovarsi con regole aggiornate o alleggerite poco dopo, mentre le istituzioni europee stanno ancora lavorando alla revisione dei contenuti e alla semplificazione generale della normativa

Un elemento innovativo della CSRD è rappresentato dall'azione degli European Sustainability Reporting Standard (ESRS), elaborati al fine di garantire un maggiore livello di comparabilità,

coerenza e qualità delle informazioni ESG sul mercato Europeo. Gli ESRS definiscono in modo dettagliato i contenuti richiesti dalla normativa ed enunciano il principio di doppia materialità. Secondo tale principio le imprese sono tenute a fornire sia i dettagli relativi agli impatti delle proprie attività sull'ambiente e sulla società che esporre in maniera chiara quali sono i rischi e gli obiettivi che gli elementi ESG possono generare sulla performance economico-finanziaria.

Gli aggiornamenti nella disciplina europea rappresentano un passaggio decisivo verso una piena integrazione della sostenibilità nella governance e nei processi decisionali e strategici delle imprese. Mantiene l'obiettivo originario di rafforzare la trasparenza e la responsabilità sociale da parte della azienda, allo stesso tempo, la CSRD introduce un quadro più strutturato e uniforme, contribuendo a trasformare la rendicontazione non finanziaria in uno strumento centrale nell'efficientamento dei mercati finanziari e nella valutazione della solidità delle imprese.

Complessivamente, il passaggio tra la Direttiva 2014/95/UE e la CSRD evidenzia il cambio di prospettiva in merito alle tematiche di sostenibilità che passano dall'essere un elemento accessorio e volontario all'essere una componente strutturale della gestione d'impresa e di orientamento strategico.

## 1.5 Principali standard di rendicontazione

Il passaggio della rendicontazione non finanziaria da pratica volontaria a sistema regolamentato e strutturato è stato direzionato dallo sviluppo di numerosi standard e framework internazionali con l'obiettivo di garantire comparabilità e qualità alle informazioni ESG. Per lungo tempo, in assenza di un sistema normativo vincolante e uniforme a livello globale, tali standard hanno svolto un ruolo cruciale nella diffusione di modelli condivisi a livello mondiale di reporting, contribuendo alla progressiva istituzionalizzazione della sostenibilità all'interno della governance aziendale.

Gli standard di rendicontazione sono strumenti utili a definire principi, indicatori di performance e criteri per la comunicazione delle informazioni ESG sul mercato. Tali principi consentono alle imprese di strutturare la rendicontazione non finanziaria in maniera sistematica favorendo il confronto tra organizzazioni che operano in ambiti diversi e con attività caratteristiche con impatti diversi sulla tematiche di sostenibilità.

Tra i principali riferimenti in materia di rendicontazione ESG si distinguono il Global Reporting Initiative (GRI), il Sustainability Accounting Standards Board (SASB), la Task Force on climate-related Financial Disclosures (TCFD) e, sviluppati più recentemente, gli IFRS Sustainability Standards elaborato dall'International Sustainability Standards Board (ISSB)

### *Global Reporting Initiative (GRI)*

Il Global Reporting Initiative è uno dei più diffusi e consolidati standard internazionali utilizzati per la redazione del bilancio di sostenibilità. Nasce alla fine degli anni Novanta con l'obiettivo di costituire un quadro di riferimento globale per la comunicazione delle performance secondo la TBL "Triple Bottom Line" ossia il modello che misura le performance d'impresa sulle tre dimensioni *People, Planet e Profit*.

Gli standard GRI fondano un approccio orientato alla creazione di valore per gli stakeholder e alla valutazione degli impatti generati dall'impresa negli ambiti ESG. Per questa ragione l'impostazione del GRI è particolarmente legata al tema della materialità, richiede alle imprese di identificare e rendicontare le tematiche più rilevanti in relazione ai propri impatti e alle aspettative degli stakeholder.

Sono articolati in standard universali e standard tematici, suddivisi nelle categorie economica, ambientale e sociale.

L'approccio orientato agli impatti che caratterizza il GRI, sebbene lo renda completo, può risultare un limite in termini di misurazione e comparabilità delle informazioni. Il GRI gode di un grosso riconoscimento a livello globale come riferimento internazionale per la stesura del reporting di sostenibilità.

#### *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*

Il Sustainability Accounting Standards Board nasce con l'obiettivo di sviluppare standard settoriali specifici per la comunicazione delle informazioni di sostenibilità rilevanti per gli investitori. A differenza del GRI, che adotta una prospettiva multi-stakeholder, il SASB si concentra sulle informazioni ESG finanziariamente rilevanti per gli stakeholder principali per quel tipo di impresa, ovvero sulle informazioni che possono influenzare la performance finanziaria e il valore dell'impresa sul mercato.

I SASB sono organizzati per settore industriale e individuano specifici indicatori quantitativi e qualitativi che sono rilevanti per ciascun ambito. Questa impostazione favorisce una maggiore comparabilità tra imprese che operano nello stesso settore e risponde in maniera più diretta alle esigenze informative dei mercati finanziari.

Il vantaggio di questi standard è sicuramente la maggior comparabilità e la focalizzazione agli investitori, tali elementi sono però al contempo dei limiti perché rischiano di fornire una panoramica meno completa degli impatti sociali delle imprese.

#### *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*

La Task Force on Climate-related Financial Disclosures viene istituita con l'obiettivo di sviluppare raccomandazioni per la comunicazione delle opportunità e dei rischi derivanti dal cambiamento climatico. Il framework TCFD si concentra specificatamente sulle informazioni relative alla gestione dei rischi e alle metriche e obiettivi climatici.

L'implementazione e successivamente l'adozione da parte delle imprese delle raccomandazioni TCFD ha contribuito a rafforzare l'integrazione dei rischi climatici nei sistemi di gestione aziendale rendendoli fattore di impatto nelle scelte e nelle strategie aziendali, riconoscendogli effetti rilevanti anche sui risultati finanziari delle imprese.

### *IFRS Sustainability Standards (ISSB)*

Sono una recente evoluzione nel panorama degli standard di rendicontazione, gli IFRS Sustainability Standards rappresentano il definitivo passo verso l'integrazione dell'informativa non finanziaria con quella finanziaria. Vengono infatti pensati con l'obiettivo di sviluppare standard globali in materia di sostenibilità integrabili con gli International Financial Reporting Standard, con lo scopo di garantire integrazione, coerenze e comparabilità a livello globale.

L'integrazione tra la rendicontazione finanziaria e non contribuisce alla costruzione di un sistema informativo più completo e concorde, coerentemente con le necessità informative degli investitori e del mercato.

L'analisi dei principali standard di rendicontazione non finanziaria ha permesso di mettere in luce come ciascun framework abbia caratteristiche distintive in termini di finalità, destinatari e contenuti. Il GRI privilegia un approccio orientato alla standardizzazione dell'informativa e alla pluralità di stakeholders; il SASB e l'ISSB adottano una prospettiva maggiormente focalizzata sull'integrazione dei sistemi di informativa finanziaria e non ed interpretano le tematiche ESG come possibile fattore competitivo sul mercato ed analizzano quali impatti questo possa avere sulle performance finanziarie; la TCFD si concentra in modo specifico sui rischi climatici richiedendo l'analisi di impatti ed opportunità sul business.

Nonostante le caratteristiche differenti, tutti questi framework condividono l'obiettivo di migliorare la qualità e la trasparenza dell'informativa ESG. L'adozione di standard riconosciuti a livello globale permette alle imprese di rafforzare la propria immagine e credibilità del bilancio non finanziario in modo da rispondere in maniera più efficace alle aspettative dei mercati.

In conclusione, l'evoluzione della normativa e della rendicontazione non finanziaria evidenzia come la sostenibilità sia diventata una tematica rilevante nel contesto economico e finanziario globale.

Allo stesso tempo, occorre evidenziare come il processo evolutivo presenti alcune tensioni ancora irrisolte soprattutto per quello che riguarda l'armonizzazione degli standard. La pandemia da COVID-19 ha confermato la crescente consapevolezza dell'esistenza di una forte interconnessione tra rischi ambientali, stabilità dei mercati e resilienza delle imprese, accelerando l'integrazione dei fattori ESG nei processi aziendali (Adams & Abhayawansa, 2022). In particolare, il crescente rilievo dei rischi legati al cambiamento climatico e alla perdita della biodiversità ha rafforzato la necessità di strumenti informativi rigorosi e comparabili, capaci di supportare non solo la trasparenza ma anche il monitoraggio e la gestione strategica dei rischi sistemici (Abhayawansa et al., 2022).

Il percorso verso una piena convergenza degli standard di rendicontazione rappresenta, tuttavia, ancora oggi un elemento di criticità. Le differenze tra i framework, la diversità delle pratiche applicative e la difficoltà di sviluppare un modello universale continua a rappresentare un ostacolo soprattutto in un contesto mondiale di forte diversificazione settoriale e geografica (Frade & Fromouth, 2022). In questo ambito l'Unione Europea ha svolto un ruolo fondamentale promuovendo la produzione di standard più strutturati e coerenti seppur non ovviando completamente al problema delle divergenze tra i diversi sistemi di reporting, questo ha incentivato la credibilità e l'affidabilità della disclosure di sostenibilità (Adams & Abhayawansa, 2022).

Complessivamente la convergenza in atto non deve essere interpretata esclusivamente come un processo di standardizzazione, ma come un cambiamento profondo nel ruolo della rendicontazione e della funzione dell'impresa in un sistema economico che non si può tradurre più solamente nella performance economica. L'integrazione crescente tra informativa non finanziaria e finanziaria riflette, infatti, una trasformazione strutturale della governance aziendale. Per le istituzioni resta aperta la sfida di garantire che tale evoluzione non si traduca in un mero esercizio di compliance aziendale ma che rappresenti una sostanziale integrazione della sostenibilità nei processi aziendali e nelle strategie di impresa.

## **1.6 Agenda 2030 e Strategia d'impresa: verso un modello di sviluppo sostenibile**

In questo contesto di progressiva evoluzione della sostenibilità e della rendicontazione non finanziaria, un riferimento fondamentale a livello globale è rappresentato dall'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, adottata dalle Nazioni Unite nel 2015. Quest'ultima costituisce un quadro strategico condiviso a livello internazionale volto a promuovere un modello di sviluppo equilibrato, capace di conciliare lo sviluppo economico, inclusione sociale e tutela ambientale. L'Agenda si articola in 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (Sustainable Development Goals – SDGs) e 169 target specifici, tali target rappresentano le tappe di un percorso condiviso per affrontare le principali sfide globali come il cambiamento climatico, la povertà, le disuguaglianze sociali, la tutela delle risorse naturali e la promozione di istituzioni responsabili.

L'Agenda 2030 è caratterizzata da un approccio integrato e sistemico, fondato sul principio secondo cui la dimensione economica, ambientale e sociale dello sviluppo siano profondamente interconnesse e vadano perseguite in modo coordinato. Secondo questo approccio le imprese assumono un ruolo centrale nel raggiungimento degli obiettivi dell'Agenda 2030, sono il nodo chiave tra produzione di valore economico, gestione delle risorse e innovazione tecnologica.

Il contributo del settore privato al raggiungimento degli SDGs si manifesta attraverso l'integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali e nei modelli di business. In questo senso l'Agenda 2030 ha contribuito allo sviluppo della rendicontazione non finanziaria e degli indicatori ESG. Il collegamento tra SDGs e il reporting di sostenibilità permette alle imprese di monitorare il proprio contributo allo sviluppo sostenibile.

Ulteriore elemento rilevante riguarda il ruolo dell'Agenda 2030 nel promuovere l'attenzione alla riduzione delle disuguaglianze, alla tutela del capitale naturale e alla resilienza dei sistemi economici. In questo quadro la sostenibilità emerge come fattore determinante per la competitività, la gestione dei rischi e la capacità di adattamento delle imprese in un contesto globale caratterizzato da profonde trasformazioni ambientali e socioeconomiche.

L'Agenda 2030, nonostante l'ampio consenso ottenuto a livello internazionale, presenta alcune criticità: gli obiettivi sono molto complessi e necessitano il coordinamento di diversi attori, risulta difficile misurare in modo uniforme i progressi compiuti che rappresentano sfide significative per

governi e imprese. Il raggiungimento degli SDGs richiede, altresì, ingenti investimenti e un impegno concreto nella trasformazione dei modelli produttivi e di consumo, elementi che non sempre trovano attuazione nella pratica. Resta quindi il rischio che anche gli obiettivi dell'Agenda si traducano in un impegno prevalentemente dichiarativo, non seguito da un effettivo consolidamento della sostenibilità nelle strategie operative.

In conclusione, l'Agenda 2030 può essere considerata come un punto di riferimento fondamentale nel percorso evolutivo della sostenibilità globale, contribuendo ad orientare politiche pubbliche, strategie aziendali e sistemi di rendicontazione verso un sistema più equilibrato e consapevole. Il processo di progressivo allineamento tra i principi dell'Agenda, pratiche di Corporate Social Responsibility e struttura dei sistemi di reporting non finanziario mostra una forte sensibilizzazione al tema dello sviluppo sostenibile. In questo contesto l'Agenda 2030 non si configura solo come un programma internazionale di sviluppo, ma come un quadro concettuale di riferimento che guida un grande numero di soggetti verso un unico obiettivo di sviluppo sostenibile.

## **Capitolo 2 – Il bilancio non finanziario come direzione strategica**

Il capitolo analizza il ruolo del bilancio non finanziario come strumento di direzione strategica, evidenziando come la sostenibilità si configuri sempre più come leva competitiva e reputazionale per le imprese. Attraverso diversi approcci teorici (RBV, NRBV e valore condiviso), viene mostrato come l'integrazione dei fattori ESG contribuisca alla creazione di vantaggi competitivi duraturi, al rafforzamento della reputazione e al miglioramento delle relazioni con gli stakeholder.

Il capitolo approfondisce inoltre l'impatto dell'ESG sulla trasformazione della governance, dei processi aziendali e delle relazioni con il mercato, evidenziando il ruolo centrale del management e dei sistemi di controllo nella definizione di strategie sostenibili. Particolare attenzione è dedicata alla funzione della governance, chiamata a integrare i rischi ESG nei processi decisionali e nella pianificazione strategica di lungo periodo.

Viene inoltre analizzato il ruolo della sostenibilità come fattore di riduzione del rischio e di stabilità finanziaria, sottolineando come le imprese con elevate performance ESG risultino più resilienti e meno esposte a shock economici e reputazionali. Infine, il capitolo esamina gli strumenti di misurazione delle performance, con particolare riferimento ai KPI ESG e alla Balanced Scorecard estesa, evidenziandone il contributo all'integrazione della sostenibilità nei sistemi di gestione aziendale.

Nel complesso, il capitolo dimostra come il bilancio non finanziario rappresenti non solo uno strumento informativo, ma un elemento chiave per orientare le strategie d'impresa verso modelli sostenibili e capaci di generare valore nel lungo periodo.

### **2.1 La sostenibilità come leva competitiva e reputazionale**

Per le ragioni affrontate nel precedente capitolo, negli ultimi anni la sostenibilità si è progressivamente affermata come variabile strategica capace di incidere sulla competitività delle imprese, non solo in termini di conformità e comunicazione, ma soprattutto come fattore capace di generare vantaggi economici durevoli. In un contesto in continua evoluzione caratterizzato da una progressiva crescita della trasparenza informativa, aspettative sociali più elevate e una crescente sensibilità del mercato ai rischi ESG, le imprese che integrano la sostenibilità nelle scelte strategiche possono irrobustire la propria capacità di competere, migliorando il posizionamento e consolidando relazioni di fiducia con i propri stakeholder chiave. Questa dinamica assume importanza nell'ambito

delle imprese quotate, dove dalla credibilità e reputazione dipendono leve decisive per l'accesso ai capitali, per la stabilità del valore azionario e per la resilienza ai rischi reputazionali.

Un primo approccio teorico della sostenibilità come leva competitiva può essere ricondotto alla prospettiva resource-based view (RBV), secondo tale teoria il vantaggio competitivo sostenibile deriva dal possesso e dall'implementazione di risorse che siano di grande valore, rare, difficilmente emulabili e non sostituibili. Secondo questa prospettiva, la sostenibilità non è solo un insieme di pratiche supplementari, ma può trasformarsi in un sistema di competenze distintive che rafforzano l'efficienza operativa, l'innovazione, la gestione dei rischi e la qualità delle relazioni con gli stakeholder contribuendo alla valorizzazione continuativa di lungo periodo (Barney, 1991).

Continuativamente con questa impostazione, una svolta decisiva è rappresentata dalla natural-resource based view (NRBV), che interpreta le competenze ecologiche come potenziali fonti di vantaggio. L'impresa può generare vantaggi attraverso l'implementazione di strategie orientate alla riduzione e prevenzione dell'inquinamento, alla gestione responsabile delle risorse e del prodotto lungo il ciclo di vita e allo sviluppo sostenibile. Questo permetterebbe alle imprese di costruire capacità organizzative e tecnologiche difficilmente replicabili per i concorrenti. In questa prospettiva viene sottolineato come la sostenibilità non si limita alla riduzione degli impatti ma può produrre innovazione di processo e di prodotto, rafforzando l'efficienza della catena produttiva e generando veri e propri benefici economici durevoli (Hart, 1995; Hart & Dowell, 2011).

Per quanto riguarda il dibattito strategico, un contributo centrale è rappresentato, inoltre dall'approccio del valore condiviso. Questa teoria propone di superare la separazione tra obiettivi economici ed obiettivi sociali integrando i due aspetti nella vita dell'impresa. In quest'ottica la sostenibilità diventa un "driver" di competitività quando l'impresa è in grado di ripensare prodotti, mercati e catene di valore in modo da generare simultaneamente benefici economici e impatti positivi su bisogni ambientali e sociali. La sostenibilità viene interpretata, definitivamente, come opportunità di innovazione e crescita, legame fondamentale tra strategia e contesto competitivo (Porter & Kramer, 2011).

Dal punto di vista di evidenze empiriche, molti studi hanno analizzato la relazione tra performance di sostenibilità e performance economico-finanziaria (NYU Stern, 2021). Tali studi evidenziano una correlazione tra i due ambiti mediamente positiva.

Una meta-analisi molto citata (Friede, Busch & Bassen, 2015) mostra che la “corporate virtue”, valutata attraverso indicatori di performance sociale e ambientale, tende ad associarsi a migliori risultati economici, anche se con variazioni dovute alle metriche utilizzate e ai differenti settori di riferimento. Nel complesso, queste evidenze suggeriscono che adottare pratiche sostenibili può tradursi, in media, in benefici economici, soprattutto quando la sostenibilità è integrata nei processi aziendali e nella governance, invece di essere limitata a iniziative sporadiche (Orlitzky, Schmidt & Rynes, 2003).

Un importante aspetto è rappresentato dalla comprensione di come la sostenibilità produca vantaggio competitivo. Un canale di grande importanza è la trasformazione dei processi organizzativi, della cultura aziendale rappresentata dai valori dell’impresa e da come questi guidano l’operato della stessa. Una ricerca basata su un campione di imprese considerate “high sustainability” e “low sustainability” (Robert G.Eccles, Ioannis Ioannou e George Serafeim, 2014) evidenzia come l’adozione volontaria di pratiche sostenibili sia associata nel tempo a migliori processi interni, maggiore attenzione agli stakeholder e migliori performance di lungo periodo. L’interpretazione di tali risultati non è puramente etica ma strategica: le imprese che adottano la sostenibilità in maniera coerente sviluppano sistemi di controllo interno, incentivi e capacità manageriali più orientati allo sviluppo di lungo periodo con effetti positivi su resilienza e performance (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014).



Figura 4 - La sostenibilità come leva competitiva

Fonte: roncucciandpartners.com

A lato della prospettiva di sostenibilità nella dimensione competitiva, la sostenibilità agisce come potente leva reputazionale. La reputazione per le imprese è un asset intangibile che condiziona la percezione del valore aziendale da parte del mercato, dei clienti, dipendenti e istituzioni; la forza della credibilità aziendale è quella di essere intangibile e fortemente intrinseca nei valori dell'azienda, questo la rende difficilmente imitabile e può contribuire alla persistenza di risultati superiori nel tempo. La letteratura che tratta di corporate reputation mostra come le imprese competano per ottenere uno "standing reputazionale" e come tale status influenzi relazioni, legittimazione sul mercato e conseguentemente capacità di attrarre risorse (Fombrun & Shanley, 1990).

Secondo questa prospettiva, la sostenibilità contribuisce all'aspetto reputazionale in due modi sinergici: da un lato attraverso la percezione dell'impresa come responsabile, dall'altro attraverso un segnale di solidità e qualità della governance. Le ricerche sulla misurazione della reputazione (Fombrun, Gardberg & Sever, 2000) mostrano come le tematiche di responsabilità sociale e ambientale rientrino stabilmente tra gli elementi che formano la reputazione aziendale, insieme alla qualità del management, all'attrattività come datore di lavoro e all'affidabilità del business.

La reputazione spesso non è solo "immagine" e può incidere in modo concreto sulla capacità di generare valore. Numerose evidenze empiriche mostrano come le imprese con reputazione migliore siano maggiormente in grado di sostenere performance economiche superiori nel tempo, proprio grazie alla capacità della reputazione di agire come barriera competitiva e come meccanismo di fiducia che riduce costi di transazione, facilita l'accesso alle risorse e rende più duratura la relazione con gli stakeholder (Roberts & Dowling, 2002).

La reputazione, naturalmente, gioca un ruolo più o meno fondamentale a seconda del mercato in cui si posiziona l'impresa. In mercati ad elevata competizione e bassa differenziazione di prodotto, la reputazione diventa un driver competitivo e di preferenza, soprattutto quando si combina con aspettative crescenti di trasparenza. La sensibilità al tema della sostenibilità influisce su tale preferenza perchè segnala attenzione al rischio, capacità di gestione e coerenza strategica, elementi che diventano particolarmente rilevanti in caso di shock, crisi reputazionali o pressioni regolamentari. In tale contesto, si inserisce la rendicontazione non finanziaria che non si limita a "narrare" la sostenibilità, ma contribuisce a renderla verificabile, aumentando la credibilità dell'impresa agli occhi del mercato riducendo l'incertezza informativa.

Come visto nel precedente capitolo la sostenibilità influenza, inoltre, la competitività tramite il capitale umano e l'attrattività dell'azienda come datore di lavoro. Le organizzazioni che vengono percepite come socialmente responsabili possono rafforzare l'identificazione dei dipendenti aumentandone il commitment e migliorando la qualità del loro operato all'interno dell'impresa. Studi sul comportamento organizzativo di Brammer, Millington & Rayton del 2007, mostrano un legame tra percezione di CSR e maggiore coinvolgimento dei lavoratori. Non solo, la percezione dell'impresa come un importante target competitivo nel mercato favorisce l'intercettazione di talenti che a loro volta contribuiscono ad una migliore qualità del lavoro.

Questo legame ha conseguenze rilevanti in termini competitivi: in mercati del lavoro sempre più segnati da elevata mobilità e carenza di competenze, riuscire ad attrarre e trattenere i talenti diventa un vero elemento strategico. A questo si aggiunge il peso crescente della fiducia: diverse indagini internazionali indicano che, tra le varie istituzioni, il datore di lavoro viene spesso percepito come una delle figure più affidabili. Inoltre, il livello di fiducia verso l'azienda è influenzato anche dal modo in cui vengono percepite la sua responsabilità e la capacità di offrire un "percorso verso una vita migliore", aspetti che incidono direttamente su lealtà e advocacy (Edelman, 2024).

Dal punto di vista esterno la sostenibilità come leva reputazionale si lega sempre più alla capacità delle imprese di gestire i rischi. Il contesto globale è infatti caratterizzato da rischi ambientali e sociali che possono rapidamente tradursi in impatti economici e finanziari: pensiamo agli eventi climatici estremi, alle interruzioni delle filiere, ai contenziosi o alla crescente pressione regolatoria. Diversi report internazionali sottolineano come il cambiamento climatico e le tensioni connesse alla transizione ecologica stiano incidendo sulla stabilità economica, rendendo necessarie strategie di resilienza da parte delle organizzazioni (World Economic Forum, 2024). In questo scenario, la sostenibilità non rappresenta solo un valore in sé, ma anche una forma di monitoraggio del rischio: le aziende che anticipano i cambiamenti e comunicano in modo credibile la gestione dei rischi ESG riescono a contenere le vulnerabilità reputazionali e a rafforzare la fiducia del mercato.

Un altro fronte competitivo riguarda il rapporto tra sostenibilità e innovazione. L'adozione di strategie sostenibili può stimolare investimenti in efficienza, tecnologie pulite, ridisegno di prodotti e processi e, di conseguenza, influenzare costi, qualità e capacità di differenziarsi. In quest'ottica, la sostenibilità si configura come un vero motore di "modernizzazione competitiva", aiutando l'impresa a rispondere

a vincoli sempre più stringenti di natura regolatoria, sociale e legata alle risorse. L'approccio, quindi, non è soltanto reattivo: anticipare i cambiamenti consente di trasformare i vincoli in opportunità, creando margini competitivi e consolidando l'immagine di un'impresa "leader" nella transizione.

È però fondamentale mantenere uno sguardo critico: la sostenibilità genera valore competitivo e reputazionale solo quando è coerente, misurabile e realmente integrata nella strategia aziendale. In caso contrario, la comunicazione rischia di diventare una fonte di vulnerabilità, soprattutto in un contesto in cui stakeholder e regolatori dispongono di strumenti sempre più avanzati per verificare e confrontare le informazioni. La reputazione, infatti, è un asset che si costruisce nel tempo ma resta fragile di fronte a eventuali incoerenze tra quanto dichiarato e quanto effettivamente realizzato. Per questo la rendicontazione non finanziaria assume un ruolo strategico: da un lato garantisce trasparenza e accountability, dall'altro costringe l'organizzazione a strutturare sistemi di misurazione e controllo, limitando la distanza tra "narrazione" e "performance".

In conclusione, la sostenibilità può agire come leva competitiva e reputazionale attraverso diversi canali: lo sviluppo di risorse e capacità distintive (RBV), l'innovazione e la resilienza (NRBV), il riposizionamento strategico e il valore condiviso, il rafforzamento della reputazione e della fiducia, una maggiore attrattività nei confronti del capitale umano e una relazione più stabile con gli stakeholder che faciliti l'accesso ai capitali. Tutti questi elementi mostrano come, quando è pienamente integrata nella strategia e supportata da una rendicontazione trasparente e credibile, la sostenibilità possa generare benefici che superano la semplice conformità, contribuendo in modo concreto alla creazione di valore e alla capacità dell'impresa di mantenere performance solide nel lungo periodo.

## **2.2 ESG come trasformazione della governance, dei processi e delle relazioni con gli stakeholder**

L'integrazione dei fattori ESG nei modelli aziendali non incide solo sulla competitività o sulle performance economico-finanziarie, porta con sé una trasformazione profonda che riguarda la struttura organizzativa, il modo in cui l'impresa si rapporta con il mercato ed i processi decisionali interni. La sostenibilità sta assumendo sempre più una dimensione sistemica in grado di ridefinire le logiche di creazione del valore e le modalità con cui l'impresa interagisce con gli stakeholder.

Il primo ambito strutturale che tocca la progressiva integrazione della sostenibilità nelle logiche societarie riguarda la governance. L'attenzione crescente verso tematiche come i rischi climatici e le disparità sociali ha ampliato il perimetro di responsabilità dei consigli di amministrazione, spingendo molte imprese a istituire comitati ESG e includere nel board soggetti con competenze specifiche sulla sostenibilità (Velte, 2022). In questo modo l'ESG entra a fare parte dell'agenda strategica modificando stabilmente le priorità e i criteri decisionali.

In parallelo assistiamo ad un'evoluzione dei sistemi di incentivazione manageriale. Un numero sempre maggiore di aziende lega la parte variabile della remunerazione del top management al conseguimento di obiettivi ESG misurabili, con l'obiettivo di aumentare il focus agli obiettivi di sostenibilità allineando le scelte dei dirigenti agli stessi (Flammer, Hong & Minor, 2019). Questo elemento rappresenta un grosso passo in avanti per l'integrazione delle politiche ESG in azienda, la sostenibilità non è più un tema solo di facciata ma diventa parte integrante anche delle politiche di valutazione interne.

La trasformazione legata all'ESG si riflette anche sui sistemi di controllo interno e di gestione del rischio. L'adozione di metriche ambientali e sociali richiede innovative infrastrutture informative, strumenti di monitoraggio integrati e procedure di audit in grado di monitorare le nuove tipologie di rischio emergenti come i rischi climatici, reputazionali e di filiera. L'introduzione della doppia materialità, che valuta sia l'impatto dei fattori ESG sull'impresa sia l'impatto dell'impresa su società e ambiente, cambia sostanzialmente il concetto di risk management e ne amplia l'orizzonte temporale e strategico.

Il fatto che le tematiche ESG portino a rivedere governance e processi viene giustificato dalla letteratura empirica con la logica della value co-creation: il valore non nasce più solo all'interno dei

confini aziendali, ma si genera attraverso l'interazione con stakeholder e sistemi socioeconomici più ampi e sfidanti (Bocken et al., 2019). Questo porta le imprese a ridisegnare i modelli produttivi e operativi, favorendo l'economia circolare, l'efficienza energetica e l'innovazione sostenibile.

Le evidenze delle ricerche (Pieroni, McAloone & Pigosso, 2020) mostrano come le imprese che adottano principi di economia circolare lungo la catena del valore, efficientano l'uso delle risorse con una conseguente riduzione dei costi operativi, ottenendo benefici anche sul piano ambientale. L'innovazione sostenibile non si limita a mitigare gli impatti ma può aprire nuove opportunità di mercato e dare vita a modelli di business effettivamente più efficienti e resilienti. In questi termini l'ESG risulta uno stimolo alla progettazione di prodotti e servizi orientati a durabilità, riciclabilità e riduzione delle esternalità negative, in sostanza output più pronti ad affrontare le sfide di un mondo in velocissima evoluzione.

Un tema delicato in quest'ottica riguarda la supply chain. L'inserimento dei criteri ESG nelle politiche di approvvigionamento implica maggiore trasparenza, tracciabilità delle materie prime e attenzione alle condizioni ambientali e sociali dei fornitori. Un caso emblematico è quello del brand Patagonia che nel corso degli anni ha trasformato una filiera caratterizzata da problemi di tracciabilità e condizioni di lavoro non sempre verificabili in una supply chain sostenibile orientata all'utilizzo di materiali riciclati, grazie a condizioni contrattuali stringenti con i fornitori. Un percorso analogo è quello di IKEA, la quale ha riprogettato in profondità la propria catena di valore che era stata pesantemente criticata a causa dell'utilizzo di legno proveniente da fonti non sostenibili. Oggi l'azienda usa quasi solo esclusivamente legno certificato FSC, integra energie rinnovabili e ha avviato un modello logistico e produttivo orientato alla circolarità, ne sono esempio i corner creati all'interno degli store del brand in cui vengono venduti i mobili danneggiati ma utilizzabili ad un prezzo conveniente. Questi esempi e studi di Busse et al. del 2017 pubblicati dal *Journal of Business Ethics* mostrano come queste pratiche contribuiscano a ridurre i rischi reputazionali e, parallelamente, a migliorare la stabilità operativa, rafforzando la resilienza complessiva dell'impresa

Un'ulteriore influenza dell'ESG riguarda le dinamiche di stakeholder engagement. La stakeholder theory mostra come l'impresa debba creare valore per una pluralità di soggetti differenti e non solo per gli azionisti (Freeman et al., 2020). In questa visione la sostenibilità diventa uno strumento di dialogo e collaborazione, utile a sviluppare soluzioni che mettano d'accordo clienti, comunità locali,

istituzioni e organizzazioni non profit rispetto al valore dell'impresa. La letteratura più recente (Greenwood & Freeman, 2022), evidenzia come le imprese che adottano politiche di sostenibilità più solide mostrano elevati livelli di coinvolgimento degli stakeholder e risultano mediamente più innovative.

Le tematiche ESG incidono anche sulle preferenze dei consumatori e sulla percezione del valore da parte degli attori della domanda. Ricerche recenti indicano che i consumatori attribuiscono crescente importanza al comportamento etico e ambientale delle imprese, tematiche che influiscono sulle scelte di acquisto e fedeltà al brand (Delmas & Burbano, 2019).

Il solco creato con il passato, dovuto alle trasformazioni generate dall'ESG tocca anche la cultura aziendale. Per integrare la sostenibilità profondamente occorre agire sui valori, sui comportamenti e sui sistemi di formazione interna. L'ESG non può rimanere confinato ad un'unità organizzativa specifica ma deve diventare parte integrante trasversalmente di funzioni come finanza, marketing, risorse umane, produzione e procurement. Questa integrazione trasversale permette di prevenire disallineamenti interni all'impresa.

Accanto alle opportunità derivanti all'integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali si presentano anche alcune criticità. Come detto in precedenza, i limiti che si porta con sé la sostenibilità come: l'onerosità degli investimenti, la carenza di competenze specialistiche e il rischio di approcci puramente formali, possono frenare l'effettiva integrazione dell'ESG. Per questo motivo l'istituzionalizzazione della sostenibilità richiede investimenti in competenze, tecnologie informative e una leadership coerente.

Per concludere, l'ESG rappresenta un fattore in grado di trasformare profondamente i modelli organizzativi e decisionali delle imprese. La sostenibilità emerge come una dimensione trasversale che procura effetti sull'intera architettura aziendale e in grado di orientare l'evoluzione dell'impresa verso modelli più integrati e capaci di generare benefici condivisi mantenendoli nel tempo.

### **2.3 Il ruolo della governance nella definizione della strategia sostenibile**

Il capitalismo contemporaneo è stato profondamente cambiato dall'integrazione della sostenibilità nella strategia aziendale. In passato la governance era perlopiù orientata alla tutela degli interessi degli azionisti e alla valorizzazione degli obiettivi di breve periodo, oggi è chiamata a svolgere una funzione a respiro più ampio e strutturato: definire l'orientamento strategico dell'impresa inserendo a sistema i rischi ambientali, le aspettative sociali e le pressioni normative e finanziarie. Per questa ragione, la governance non si limita a supervisionare la compliance in termini di sostenibilità ma ne costituisce il principale motore strategico.

Dalle analisi di Eccles & Klimenko del 2019 ha evidenziato come l'integrazione della sostenibilità nella pianificazione degli obiettivi di lungo periodo mostri una maggiore coerenza decisionale e una più efficace gestione dei rischi emergenti. Nel settore finanziario questo fenomeno risulta particolarmente evidente: sono numerosi gli istituti che hanno incorporato obiettivi climatici nei propri piani industriali pluriennali, parliamo ad esempio di BNP Paribas, ING Group e Unicredit. Questo indirizzo strategico ha fatto in modo che venissero definiti target di riduzione dell'esposizione a settori ad alta intensità carbonica e strategie di finanziamento della transizione strategica. In questi ambiti la sostenibilità passa dall'essere un elemento accessorio all'essere una componente strutturale della strategia di allocazione del capitale.

La governance è chiamata a ridefinire la visione di impatto dell'azienda. Colin Mayer (2021) sostiene che l'impresa debba essere concepita come un ente risolutore dei problemi sociali e che lo fa in maniera profittevole. Come esempio in questo senso possiamo citare Allianz, la società ha formalizzato all'interno dello statuto e nei documenti strategici l'impegno a sostenere la resilienza climatica e la protezione contro i rischi ambientali, integrando tali obiettivi nella definizione del proprio ruolo nel sistema. La governance, in questa situazione, orienta la strategia assicurativa verso la gestione dei rischi ambientali non solo come opportunità commerciale ma anche come accountability di sistema.

La creazione della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD, 2017) e delle raccomandazioni contenute in essa hanno svolto un ruolo decisivo nella definizione della strategia sostenibile. Tra le raccomandazioni contenute all'interno del framework c'è l'attribuzione al board

della responsabilità di supervisione dei rischi climatici e l'integrazione di tali rischi nella strategia aziendale. Le principali banche europee, tra cui HSBC e Santander, hanno istituito comitati all'interno del consiglio d'amministrazione dedicati in maniera specifica alla supervisione dei rischi climatici e alla definizione di politiche di finanziamento sostenibile. In questi casi, il board non si limita a ricevere le informazioni ma riveste un ruolo attivo nella definizione e approvazione di linee guida strategiche su settori finanziabili, criteri di esclusione e obiettivi di riduzione della "carbonizzazione" del portafoglio.

Quando parliamo di settore finanziario non ci riferiamo solo ad istituti bancari e assicurativi ma anche agli asset management. Nell'ambito della gestione del risparmio abbiamo validi esempi di definizione di strategie sostenibili. Possiamo citare, ad esempio, Amundi e BlackRock che hanno integrato i criteri ESG nella loro attività operativa ridefinendo i processi di investimento e le politiche di asset allocation, sviluppando fondi tematici orientati al cambiamento del modello energetico. In queste istituzioni la governance ha stabilito obiettivi chiari in materia di investimento sostenibile, orientando direttamente le decisioni di di portafoglio e i criteri di selezione degli emittenti.

La maggiore importanza dei rischi ESG ha ampliato la nozione di interesse sociale e di diligenza gestionale portando con sé l'inserimento di questi aspetti nel perimetro dei doveri fiduciari degli amministratori. Nello specifico, nel settore bancario, l'esposizione a rischi climatici può avere effetti diretti sulla qualità del credito e sulla stabilità patrimoniale. Per questo motivo, la BCE ha più volte evidenziato la necessità che i rischi climatici siano inseriti nei sistemi di governance e risk management, al contrario tali rischi potrebbero tradursi in scelte strategiche non prudenti e potenzialmente lesive.

Oltre quanto detto fino ad ora occorre evidenziare come il settore finanziario abbia una grande influenza sull'integrazione della sostenibilità nelle politiche aziendali della imprese che finanzia. L'engagement attivo degli investitori su tematiche ESG può produrre cambiamenti significativi, lo dimostra, ad esempio, il fatto che grossi fondi di investimento europei hanno esercitato una forte pressione sulle aziende in cui investivano applicando politiche rigide sulla scelta delle aziende da finanziare e integrando l'applicazione dei criteri ESG nelle condizioni necessarie da avere per ricevere il capitale di investitori istituzionali.

Il board rimane anche per quanto riguarda l'informativa non finanziaria delle informazioni contenute nei report destinati al mercato. La governance deve garantire l'allineamento tra politiche dichiarate, strategie di portafoglio e comunicazione agli investitori cercando di minimizzare i rischi di greenwashing che potrebbero minare alla credibilità dell'istituzione.

Come detto in precedenza l'integrazione della sostenibilità nella strategia aziendale pone delle grosse sfide per le imprese e la governance. Le banche, ad esempio, devono cercare di bilanciare obiettivi di redditività con vincoli prudenziali e requisiti di capitale. Le assicurazioni, a loro volta, devono garantire l'esposizione crescente a eventi climatici esterni con impatti sui premi assicurativi e di riflesso sulle riserve tecniche. Gli SGR, invece, devono garantire che l'integrazione ESG nei portafogli sia coerente con le aspettative di rendimento degli investitori. In questo anello di congiunzione tra fattibilità finanziaria e sostenibile si inserisce la governance che deve sviluppare strategie in grado di soddisfare entrambe le strategie massimizzando la soddisfazione di tutte le categorie di stakeholders.

Per concludere, la governance svolge un ruolo cruciale nella definizione delle strategie e per questa ragione anche nell'integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali. Le tematiche ESG risultano importanti al giorno d'oggi in ogni settore, in particolare nel settore finanziario. Questo è dovuto al fatto che banche assicurazioni e asset manager operano come attori sistemici e risultano in grado di influenzare l'allocazione delle risorse su larga scala.

## **2.4 La sostenibilità come fattore di riduzione del rischio e di stabilità finanziaria**

In questo paragrafo approfondiremo l'integrazione della sostenibilità all'interno della strategia aziendale non solo come scelta valoriale o reputazionale, ma come elemento centrale nella gestione e mitigazione del rischio. Nel contesto contemporaneo, caratterizzato da crescente instabilità climatica, tensioni geopolitiche e trasformazioni normative, i fattori ESG rappresentano dimensioni fondamentali della valutazione del profilo di rischio dell'impresa.

La letteratura economica recente mostra come le imprese che hanno performance ESG più elevate abbiano una tendenza a presentare una minore volatilità dei rendimenti e una maggiore stabilità finanziaria (Lins, Servaes & Tamayo, 2017). I risultati di studi empirici evidenziano che, durante periodi di crisi, le imprese caratterizzate da un elevato capitale sociale e solide pratiche di responsabilità sociale tendono a registrare cali meno repentini, suggerendo come la sostenibilità possa agire da stabilizzatore in contesti di stress sistemico. Per gli istituti del settore finanziario questo assume un ruolo ancora più rilevante dal momento che la gestione del rischio costituisce la funzione principale dell'attività d'impresa.

Nel contesto della finanza sostenibile, il rischio ESG viene distinto in tre macro-categorie: rischio fisico, rischio di transizione e rischio reputazionale. La prima categoria di rischio, il rischio fisico, è connesso agli impatti diretti del cambiamento climatico, come cambi di temperature, eventi meteorologici estremi e danni infrastrutturali dovuti da essi. Il rischio di transizione riguarda, invece, gli effetti economici che derivano dal passaggio verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Infine, il rischio reputazionale dipende dalla percezione del mercato e degli stakeholder nei confronti dell'azienda, a fronte della coerenza tra i comportamenti dell'impresa e le aspettative sociali su di essa.

La tematica diventa ancora più rilevante quando i rischi ESG si riflettono sui rischi operativi, nel caso ad esempio delle banche, un'elevata esposizione a settori ad alta intensità carbonica, può tradursi in un aumento del rischio di default nel medio lungo periodo, in un contesto di politiche pubbliche orientate alla decarbonizzazione che stanno prendendo sempre più piede. In questo senso la sostenibilità diventa una variabile prudenziale e non soltanto strategica.

Interpretare la sostenibilità anche come funzione preventiva è necessario al fine di tenere monitorati i rischi climatici emergenti in un contesto che sta diventando, in tal senso, sempre più instabile. Nel settore assicurativo ad esempio l'aumento della frequenza e dell'intensità degli eventi climatici estremi ha avuto effetto sui premi assicurativi di offerta al pubblico, sulle riserve tecniche e sulla solvibilità complessiva delle compagnie. Negli ultimi anni il Sud Italia è stato colpito pesantemente e con frequenza da eventi climatici estremi: alluvioni, frane e precipitazioni intense. Un caso emblematico si sta verificando proprio in questo momento in Sicilia, più in particolare nel comune di Niscemi, dove 1.000 abitanti del comune sono stati evacuati a causa di una frana provocata dalle ingenti piogge dovute al ciclone "Harry". Questo tipo di eventi non sono isolati secondo l'ISPRA, oltre 1,3 milioni di italiani vivono in aree ad alto rischio di frane e l'aumento eventi atmosferici estremi sta ampliando il perimetro delle aree a rischio. L'aumento di queste manifestazioni richiede un intervento importante da parte degli istituti assicurativi e l'adattamento delle offerte commerciali a questo nuovo tipo di danni. In questo contesto di estrema necessità si è evidenziato come il mercato assicurativo italiano presenti ancora un ampio protection gap, poichè solo una quota limitata (secondo l'ANIA meno del 10% (ANIA, 2023)) delle abitazioni è coperta da assicurazioni per questo tipo di eventi. Questa situazione riflett, ancora una volta, la necessità di rafforzare i sistemi di copertura assicurativa per aumentare la resilienza economica e finanziaria del territorio.

L'Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni Aziendali (EIOPA) ha evidenziato la necessità di inserire scenari climatici nei modelli di stress test, cercando di lavorare sulle vulnerabilità e aumentare la resilienza del settore assicurativo a fronte di questo tipo di eventi estremi.

Sui rischi ESG incidono anche le tensioni geopolitiche recenti. In Medio Oriente, ad esempio, con il recente aumento delle ostilità tra Iran, Israele e Stati Uniti ci potranno essere implicazioni significative anche sui rischi ESG delle imprese in particolare per quanto riguarda la dimensione ambientale quella legata alle catene di approvvigionamento. Il Medio Oriente rappresenta una delle principali aree di estrazione e transito del petrolio mondiale, un possibile aggravarsi e perdurare del conflitto potrebbe compromettere la stabilità dei flussi energetici, aumentando la volatilità dei prezzi delle materie prime, i costi energetici e i rischi legati alla sicurezza energetica. In questo contesto, in progressivo peggioramento, le imprese che hanno integrato in maniera strutturata i criteri ESG nella propria strategia risultano potenzialmente più resilienti grazie alle scelte di diversificazione delle fonti energetiche, gli investimenti in fonti rinnovabili e alle strategie di gestione sostenibile della supply

chain. Considerate le evidenze empiriche, che continuano a mostrare come imprese che hanno investito sull'ESG risultino più resilienti in situazioni di crisi, qualora il contesto bellico dovesse protrarsi o intensificarsi, l'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale potrebbe rappresentare un fattore cruciale nella mitigazione dei rischi operativi e finanziari legati alla disponibilità limitata di risorse energetiche.

L'attuazione da parte delle imprese di politiche sostenibili può, inoltre, ridurre il rischio regolamentare. Il processo verso un'informativa sempre più trasparente, è in atto. Per questa ragione le imprese che integrano la sostenibilità nella strategia e anticipano il più possibile questa tendenza riducono il rischio di sanzioni, adeguamenti improvvisi e costi di compliance. L'adozione di politiche sostenibili diventa pertanto un elemento di proattività per cui possono essere le imprese stesse, adottando condotte adeguate, a modellare il sistema verso un mondo più sostenibile, facendosi trovare pronte a quando le transizioni saranno inevitabili.

Un aspetto cruciale, soprattutto nel settore finanziario data la natura fiduciaria del rapporto con il mercato, è rappresentato dal legame tra sostenibilità e costo del capitale. La teoria finanziaria suggerisce che una riduzione del rischio percepito dagli investitori possa tradursi in una minore aspettativa sul rendimento atteso. Numerosi studi recenti mostrano come società con rating ESG elevati tendono ad accedere al mercato dei capitali a condizioni più favorevoli, questo avviene grazie alla maggiore stabilità e minore esposizione ai rischi futuri. Sono numerosi gli studi recenti che hanno analizzato la correlazione tra il coordinamento dei fattori ESG rispetto alla strategia aziendale e il rischio, tra questi possiamo citare, tra i più recenti, quello basato sui dati empirici Thomson Reuters (Refinitiv). Tale studio analizza la relazione tra rating ESG e rischio d'impresa e, di riflesso, come una relazione negativa tra i due possa giustificare una proporzionale riduzione del costo del capitale per le imprese a fronte di una minore esposizione al rischio. Lo studio analizza tale relazione partendo da una regressione del tipo:

$$Risk_i = \alpha + \beta_1 ESG_i + \varepsilon_i$$

Dove il rischio è misurato tramite beta di mercato e CDS spread. I risultati sono stati osservati su un campione di società quotate in 18 paesi differenti e attraverso dati finanziari e ESG ricavati da una serie storica dal 2002 al 2016. I riscontri ottenuti mostrano che un aumento del punteggio ESG è

associato ad una riduzione del rischio sistemico (non diversificabile) e di conseguenza del rischio totale dell'impresa. Lo studio si è svolto scomponendo i tre pillar dell'ESG per non fermare il livello di analisi alla sola riduzione del rischio ma analizzando, anche, quale delle tre componenti della sostenibilità presentava una maggiore incidenza sul ridimensionamento del rischio. L'analisi dei tre pilastri ha evidenziato come variabile maggiormente significativa, il pillar Social (S) che risulta essere quello che maggiormente incide sulla mitigazione del rischio grazie al rafforzamento del rapporto con gli stakeholder, dipendenti e comunità, riducendo controversie e volatilità reputazionale che possono riflettersi anche sul rischio finanziario dell'impresa. Le imprese risultano essere meno esposte a shock esogeni e situazioni di crisi inattese quanto minore è il rischio di conflitto con gli stakeholder.

La responsabilità sociale adottata dalle aziende, non elimina il rischio ma ne modifica la natura e la configurazione migliorandone la gestione. Questa evoluzione rende necessaria l'implementazione di strumenti di misurazione e indicatori specifici coerenti con la nuova configurazione del rischio. In questo contesto emerge l'importanza dei KPI ESG e dei sistemi integrati di performance management. Questi sistemi permettono di tradurre gli obiettivi strategici di sostenibilità in metriche misurabili e monitorabili nel tempo. Il rischio e i suoi impatti non possono essere misurati in modo qualitativo per questo sono richiesti strumenti quantitativi capaci di collegare sostenibilità e performance finanziaria.

Possiamo quindi leggere la mitigazione del rischio tramite l'integrazione dell'ESG nelle strategie aziendali come il punto di svolta tra una dimensione prettamente informativa e qualitativa e la necessità di strumenti quantitativi, misurabili e comparabili. Se nei paragrafi precedenti, abbiamo evidenziato come la sostenibilità entri nella definizione strategica e nella governance, ora diventa necessario comprendere come tale orientamento sia traducibile in indicatori concreti di performance che possano guidare e sostenere le scelte della governance.

In quest'ottica nel paragrafo successivo approfondiremo il tema degli indici di misurazione delle performance ESG e della Balanced Scorecard estesa. Analizzeremo come questi strumenti di misurazione possano contribuire all'integrazione strategica della sostenibilità e alla riduzione del rischio con una visione di lungo periodo.

## **2.5 Indici di misurazione delle performance: KPI ESG e Balanced Scorecard estesa**

L'integrazione della sostenibilità nella strategia aziendale ha richiesto necessariamente l'implementazione di strumenti di misurazione che fossero in grado di tradurre gli obiettivi qualitativi delle imprese in indicatori quantitativi comparabili e monitorabili nel tempo. In assenza di questo tipo di indicatori la misurazione delle performance sarebbe impossibile e la sostenibilità rischierebbe di rimanere confinata a mere dichiarazioni di principio o ad iniziative marginali prive di un reale impatto. Per questo motivo, negli ultimi anni è maturato un crescente interesse verso l'adozione di indicatori specifici di performance ESG e verso l'adattamento di tradizionali strumenti di performance alle esigenze della sostenibilità.

Uno dei principali strumenti performance, attraverso cui le imprese possono misurare e monitorare i propri impatti, è rappresentato dai KPI (Key performance indicators ESG). Questi indicatori permettono di tradurre gli obiettivi di sostenibilità in metriche misurabili e comparabili nel tempo, consentendo alle imprese di monitorare il grado di avanzamento delle proprie strategie.

I KPI ESG possono essere articolati nelle tre aree principali della sostenibilità Ambiente (E), Sociale (S) e Governance (G). Nella dimensione ambientale vengono monitorati indicatori che rilevano le emissioni di CO<sub>2</sub>, come le tonnellate di emissioni emesse annualmente o le emissioni per unità di fatturato. Ancora, sotto il profilo ambientale, si possono misurare la percentuale di energia rinnovabile utilizzata o il consumo idrico, più in generale alla gestione delle risorse naturali e alla riduzione degli impatti ambientali. Nella dimensione sociale, gli indicatori possono riguardare la sicurezza sul lavoro come il tasso di infortuni, il benessere dei dipendenti mostrato ad esempio dal tasso di turnover dei dipendenti, criteri di misurazione di inclusione e diversità come i tassi di misurazione del gender gap o i tassi percentuali che mostrano la partecipazione delle donne nel management. Infine, per quanto riguarda l'ultima dimensione, la governance, comprende indicatori relativi alla struttura del CdA come la percentuale di amministratori indipendenti all'interno del consiglio o la diversità e inclusione del board. Altri indicatori, sempre nell'ambito della governance, possono essere la misurazione delle politiche anticorruzione e compliance, la trasparenza nella remunerazione del management oppure la qualità del sistema di controllo interno.

L'importanza di tali indicatori è emersa in numerosi studi empirici. La meta-analisi condotta da Friede, Busch e Bassen (2015), ha analizzato oltre duemila studi sulla relazione tra sostenibilità e performance aziendale. Questi studi dimostrano che l'integrazione dei criteri ESG nei sistemi di gestione aziendale e la capacità di misurazione e monitoraggio degli stessi contribuisce alla gestione dei rischi e alla generazione di valore. Implementare questo tipo di sistemi di misurazione, oltre a rendere l'informativa più trasparente, leggibile e comparabile permette anche alle aziende stesse di individuare tempestivamente criticità legate a impatti ambientali o controversie sociali che potrebbero potenzialmente compromettere la stabilità dell'impresa.

L'utilizzo di KPI ESG, assume un'importanza ancora maggiore parlando di imprese quotate, quando la proprietà del capitale è polverizzata, il numero di stakeholder aumenta in maniera esponenziale e la sensibilità del mercato di conseguenza. Queste implicazioni valgono anche nel settore finanziario dove banche, assicurazioni e società di gestione del risparmio non devono solo monitorare i propri impatti diretti ma anche valutare i rischi ESG associati ai portafogli di investimento e alle attività di finanziamento. Per questa ragione le istituzioni finanziarie hanno sviluppato indicatori specifici per monitorare particolari fattispecie di rischi legati: alla quota di finanziamenti sostenibili, al livello di esposizione a settori ad alta intensità carbonica o alla percentuale di investimenti allineati alla Tassonomia europea. Alcuni dei KPI ESG specifici del settore finanziario, con riferimento alle più recenti linee guida europee e alle prassi emergenti nel banking e nel settore finanziario, sono ad esempio: la quota di investimenti ESG sul totale del portafoglio e Green Asset Ratio (GAR), ovvero l'indicatore che misura la quota di attività finanziarie allineate alla Tassonomia UE.

Prendendo in analisi tre delle principali istituzioni bancarie europee, BNP Paribas Unicredit e Santander. Possiamo notare come BNP Paribas mostri un punteggio ESG complessivo mediamente elevato nel contesto bancario europeo, con circa il 100% del portafoglio analizzato con metodologia ESG proprietaria e l'investimento nello sviluppo di strumenti di sustainable finance e supporto alla transizione energetica. Unicredit presenta una crescente integrazione ESG nel portafogli e nei processi di credito e una sempre maggiore attenzione alla diversità nel consiglio di amministrazione. Banco Santander, invece, presenta una componente femminile per circa il 67% del consiglio di amministrazione, una forte crescita dei finanziamenti sostenibili e dei green bonds e un target di riduzione emissioni delle imprese finanziate come obiettivo a lungo termine la neutralità climatica.

Un altro insieme di indicatori utilizzato di frequente nei sistemi di performance management riguarda gli indicatori di valore per gli azionisti (Shareholder Value – SV). Nel contesto del value based management, tali indicatori risultano essere uno strumento fondamentale per la valutazione della reale capacità dell'impresa di creare ricchezza nel lungo periodo; tale caratteristica viene indicata da M. Pellicelli nel libro “Creazione di valore e value based management” del 2007 pubblicato da Giappichelli, come reale indicatore di performance, che non risulta più essere unicamente la performance contabile, ma soprattutto la capacità dell'impresa di generare flussi superiori al costo del capitale. Tali indicatori permettono di superare i limiti dei misuratori contabili tradizionali poiché considerano il costo del capitale basandosi sulla logica dei flussi di cassa, ma richiedono di essere integrati da indicatori interni dal momento che la creazione di valore deriva da specifici processi aziendali che ne determinano le cause. I più rappresentativi tra gli indicatori di valore (value-based) sono l'Economic Value Added (EVA) che misura il valore creato al netto del costo del capitale, il Market Value Added (MVA) che rappresenta la differenza tra valore di mercato dell'impresa e capitale investito e il Discounted Cash Flow (DCF) basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa. La letteratura distingue tra indicatori contabili tradizionali e indicatori basati sul valore di mercato nella misurazione dello shareholder value (Hall, 2018; Makhija & Trivedi, 2021). Tra gli indicatori di questo tipo maggiormente utilizzati possiamo trovare il Total Shareholder Return (TSR), l'Earnings per Share (EPS), il Dividend Yield e il Dividend Cover. Il TSR è uno degli indicatori più esaustivo dal momento che misura il rendimento totale per l'azionista considerando, da un lato l'apprezzamento delle azioni e dall'altro i dividendi distribuiti nel periodo di valutazione (Hall, 2018). L'EPS, invece, misura il profitto attribuibile a ciascuna azione e costituisce uno dei principali indicatori utilizzati dagli investitori. Il Dividend Yield misura la proporzione tra il dividendo annuale distribuito e il prezzo dell'azione, fornendo un riferimento rispetto alla remunerazione diretta dell'investitore. Infine, il Dividend Cover indica quante volte gli utili conseguiti dalla società coprono i dividendi distribuiti, fornendo quindi una misura della sostenibilità della politica di distribuzione dei dividendi. Numerosi studi sulle tendenze del mercato e sul comportamento degli azionisti mostrano come la stabilità della politica dei dividendi e la crescita degli utili rappresentino segnali positivi per il mercato e contribuiscano ad accrescere la fiducia degli investitori (Zhou, 2025). Nello specifico, molti studi mostrano come imprese con elevati livelli di performance ESG, tendano ad avere politiche di distribuzione dei dividendi più stabili, rafforzando così la percezione di affidabilità finanziaria (Almulhim et al, 2024)

Tali indicatori sono particolarmente rilevanti nel settore finanziario. Nel contesto europeo banche e assicurazioni sono storicamente titoli ad alta distribuzione di dividendi. Secondo le analisi di mercato le principali banche europee presentano un dividend Yield medio compreso tra il 5% e il 6% annuo, con dei rendimenti totali per gli azionisti stimati tra il 7 e l'8% annuo nel medio del periodo. Grossi gruppi bancari europei come BNP Paribas, Santander e UniCredit presentano livelli di Dividend Yield significativamente superiori alla media, il payout ratio di UniCredit, nel 2025, è pari a circa il 50% dell'utile netto, attraverso dividendi e programmi di buyback. Questo livello di payout rappresenta nel settore bancario, generalmente, un livello equilibrato e sostenibile a lungo periodo, tra una soddisfacente remunerazione degli azionisti pur mantenendo una significativa quota di utili per rafforzare il capitale e sostenere la crescita futura.

La visione complessiva ed integrata tra indicatori SV e KPI ESG consente quindi di sviluppare una visione completa delle performance aziendali, poichè permette di leggere la creazione di valore economico anche attraverso gli obiettivi di sostenibilità e con sistemi di gestione dei rischi orientati al lungo periodo. La comparazione tra gli indicatori ha permesso a molti studi di asserire come le imprese che adottano strategie ESG avanzate tendano a generare ritorni più lineari nel tempo riducendo, così, la volatilità dei rendimenti azionari (Friede, Busch & Bassen, 2015; Bartels, 2022). Di conseguenza, l'integrazione degli indicatori SV nei sistemi di misurazione delle performance ESG risulta essenziale, consentendo alle imprese e agli investitori un monitoraggio più completo e simultaneo della creazione di valore economico, sociale e ambientale.

Nonostante il grosso sostegno che lo sviluppo di questo tipo di indicatori ha fornito alle analisi delle società e alla trasparenza sul mercato, il solo utilizzo dei KPI ESG e degli indicatori SV non è sufficiente a garantire una reale integrazione della sostenibilità nella strategia aziendale. Gli indicatori devono essere inseriti in sistemi di performance management più ampi, capaci di connettere le dimensioni sostenibili agli obiettivi economici e operativi dell'organizzazione. In quest'ambito, uno degli strumenti di maggiore successo è rappresentato dalla Balanced Scorecard, sviluppata da Kaplan e Norton nel 1992.

La Balanced Scorecard viene originariamente sviluppata come sistema di gestione strategica in grado di interconnettere indicatori finanziari e non finanziari. Il modello tradizionale si basa su quattro principali prospettive: finanziaria, clienti, processi interni e apprendimento e crescita. Attraverso

queste quattro prospettive il modello consente di trasformare la strategia aziendale in un insieme coerente di obiettivi e indicatori misurabili.

Negli ultimi anni molti studiosi hanno sviluppato un'evoluzione di questo modello in direzione di una Balanced Scorecard estesa alla sostenibilità, nella quale anche la prospettiva dei fattori ESG viene integrata tra le diverse prospettive del framework (Figge et al., 2002). In questo modello la sostenibilità viene integrata all'interno dei processi strategici dell'organizzazione e non viene trattata come fosse una dimensione separata.

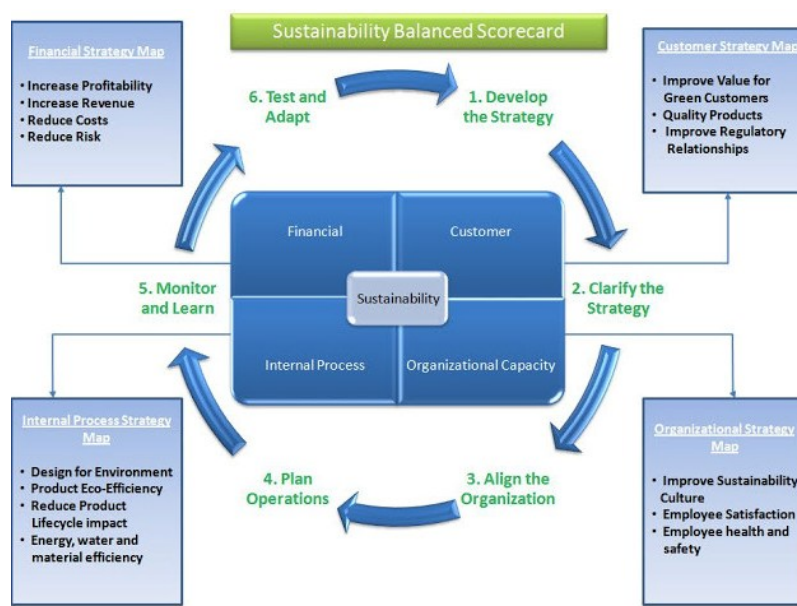


Figura 5 - Balanced Scorecard estesa alla sostenibilità

Fonte: adattato da Kaplan & Norton (1992); Figge et al. (2002).

Come si evince dallo schema gli obiettivi sostenibili vengono integrati nelle quattro prospettive della balanced scorecard consentendo di collegarli alle attività operative ai risultati economici dell'impresa. Sotto la prospettiva finanziaria, ad esempio, possono essere monitorati indicatori relativi agli investimenti sostenibili o alla redditività dei prodotti green. Nella prospettiva dei clienti, invece, possono essere inseriti indicatori che riguardano la soddisfazione degli investitori rispetto alla reportistica non finanziaria. Nella prospettiva dei processi interni vengono inseriti indicatori che permettono il monitoraggio interno come l'efficienza energetica, la gestione responsabile della supply chain o alla riduzione delle emissioni. Nella prospettiva di apprendimento e crescita, infine, vengono

inclusi indicatori relativi alla formazione dei dipendenti in materia di sostenibilità e agli investimenti sullo sviluppo interno all'organizzazione di competenze ESG.

La Balanced Scorecard estesa è il collegamento che permette agli indicatori di performance ESG di entrare concretamente nella gestione aziendale e di assolvere al loro compito di monitoraggio delle performance ESG, parallelamente alle attività caratteristiche dell'impresa. Questo permette il superamento della visione puramente comunicativa della sostenibilità, trasformandola in un elemento concreto della gestione aziendale.

In ambito finanziario, numerose istituzioni hanno già adottato sistemi di performance management basati su indicatori ESG e Balanced Scorecard estese. Alcune delle principali banche europee, ad esempio, monitorano la quota di finanziamenti destinati a progetti sostenibili o le emissioni associate ai portafogli di investimento. Allo stesso modo, molte compagnie assicurative, stanno integrando standard climatici nei sistemi di gestione del rischio e nelle strategie di underwriting.

Un altro vantaggio connesso all'utilizzo di indicatori di performance ESG e Balanced Scorecard estese riguarda la trasparenza nei confronti degli stakeholder. Gli indicatori permettono, di comunicare in modo chiaro e misurabile i progressi dell'impresa sui temi di sostenibilità facilitando il dialogo con gli investitori e le valutazioni degli stessi sul mercato. In un contesto dove la reportistica non finanziaria assume un ruolo sempre più centrale la possibilità di basare le proprie valutazioni di investimento su indicatori affidabili rappresenta un elemento fondamentale per rafforzare la credibilità dell'impresa.

Nonostante i numerosi punti di forza della misurazione delle performance ESG e dell'integrazione di tali misurazioni all'interno dei sistemi di monitoraggio aziendale, la strada verso un'evoluzione completa è ancora lunga. La mancanza di standard completamente uniformi e la presenza di metodologie di valutazione differenti, possono rendere difficile il confronto tra imprese o tra settori. Inoltre, alcuni impatti sociali hanno un carattere fortemente qualitativo e questo comporta una profonda complessità nel quantificarli in termini numerici, rendendo necessario l'utilizzo di indicatori qualitativi o proxy.

In conclusione, l'implementazione di indicatori e sistemi di misurazione delle performance ESG come la Balanced Scorecard rappresentano progressi fondamentali per la traduzione delle strategie

sostenibili in obiettivi misurabili e monitorabili nel tempo. La disponibilità di indicatori chiari, sintetici e comparabili contribuisce a migliorare la trasparenza verso il mercato, nel paragrafo successivo verrà dedicato ampio spazio alla percezione del mercato rispetto alla comunicazione non finanziaria.

## **Capitolo 3 – Impatti del Bilancio non finanziario sui risultati e sugli indici finanziari**

All'interno del capitolo 3 vengono identificati e valutati gli impatti del bilancio non finanziario sui risultati economico-finanziari e sugli indici di performance delle imprese, evidenziando il ruolo sempre più centrale dei criteri ESG nelle dinamiche dei mercati. Dopo aver esaminato attentamente le correlazioni tra sostenibilità e performance aziendali, vengono presentate e descritte evidenze empiriche ottenute da approfondimenti su un campione di società nazionali e internazionali che mostrano risultati incoraggianti e prevalentemente positivi, sebbene non sempre uniformi. L'analisi si concentra successivamente sugli effetti ESG sul costo del capitale e sulla performance azionaria, sottolineando come una maggiore integrazione della sostenibilità nella disciplina finanziaria dei players di mercato contribuisca alla riduzione del rischio percepito e ad un più agevole accesso ai finanziamenti.

Il capitolo introduce la correlazione tra indicatori ESG e redditività (ROE, ROA), ponendo ulteriore attenzione sul ruolo della sostenibilità come leva strategica per la generazione di valore nel lungo periodo. Si analizzano gli effetti dell'ESG sulla gestione del rischio e sulla volatilità dei titoli quotati, evidenziando una generale tendenza alla stabilizzazione delle performance. Infine, attraverso un'analisi comparata tra imprese ESG leader e laggard, viene dimostrato come la reputazione non finanziaria rappresenti un asset intangibile in grado di influenzare la stabilità, la resilienza e la competitività delle imprese all'interno dei mercati globali.

### **3.1 Le relazioni tra sostenibilità e performance economico-finanziaria**

Negli ultimi anni la relazione tra sostenibilità e performance aziendale ha assunto un ruolo centrale nella letteratura economico-finanziaria. L'integrazione dei criteri ESG nelle strategie aziendali ha creato un argomento di acceso dibattito accademico, volto a comprendere se l'adozione di pratiche di sostenibilità sia effettivamente in grado di riflettersi sulla generazione di valore economico per le imprese. Da un lato, alcuni studiosi, sostengono che l'integrazione della sostenibilità possa migliorare le performance aziendali grazie ad una migliore gestione dei rischi e del rapporto con gli stakeholder, dall'altro lato esistono contributi che portano risultati empirici più ambigui e non sempre conclusivi.

Uno dei contributi letterari maggiormente citati è rappresentato dalla meta-analisi condotta da Friede, Busch e Bassen nel 2015, i quali, attraverso l'analisi di oltre duemila studi empirici sulla relazione tra ESG e performance finanziaria, hanno mostrato che circa il 90% degli studi analizzati evidenzia

una correlazione non negativa tra sostenibilità e performance economico-finanziaria. Questa conclusione, suggerisce quindi, che l'integrazione dei criteri ESG non rappresenti meramente un costo per le imprese ma che possa essere associata a risultati economici almeno comparabili o spesso migliori rispetto alle imprese meno attente alle tematiche sostenibili.

Le conclusioni ottenute da Friede, Busch e Bassen hanno contribuito a rafforzare l'idea secondo cui la sostenibilità possa essere una componente strategica nei modelli di business della imprese. Quello che emerge dagli studi svolti sulla correlazione tra ESG e performance economico-finanziarie delle imprese, è che le imprese caratterizzate da elevati standard ESG tendono a sviluppare sistemi di governance più efficaci e modelli decisionali con orizzonti temporali più ampi. Eccles, Ioannou e Serafin (2014), asseriscono che le imprese caratterizzate da strategie di sostenibilità più avanzate mostrano una maggiore stabilità e resilienza dell'organizzazione del tempo, grazie ad una maggiore proattività nella gestione del rischio e dell'incertezza ambientale.

Nonostante le evidenze a sostegno di questa tesi siano numerose, la letteratura non presenta risultati completamente uniformi. Studi più recenti mostrano, infatti, come la relazione tra tematiche ESG e performance aziendale possa non rappresentare un'unica tendenza. Recenti evidenze empiriche mostrano come la relazione tra sostenibilità e performance economico-finanziarie possa variare in funzione di diversi fattori, tra cui il settore di attività, il contesto istituzionale in cui si trova l'impresa e il livello di maturità delle strategie di sostenibilità. Una sintesi della letteratura scientifica del quinquennio 2020-2025 mostra che circa il 56% degli studi individua una relazione positiva tra ESG e performance aziendale, mentre una quota ancora significativa evidenzia risultati misti o neutri. Questo conferma la complessità del fenomeno e la presenza di fattori contingenti che possono influenzarne l'impatto.

Una delle principali difficoltà riscontrate nell'analisi empirica di questo tema riguarda la misurazione della sostenibilità. Gli indicatori ESG utilizzati nella letteratura e nei database finanziari derivano, spesso, da metodologie di valutazione meticce basate su indicatori compositi che aggregano risultanze eterogenee relative alle tre diverse dimensioni della sostenibilità. Queste differenze rendono complessa l'interpretazione dei dati e dei risultati degli studi generando differenze significative nelle valutazioni delle performance ESG delle imprese.

Un'ulteriore difficoltà riguarda la natura multidimensionale della sostenibilità. Le tre dimensioni dell'ESG possono, infatti, incidere in maniera diversa sulla performance finanziaria. La principale differenza tra le tre dimensioni della sostenibilità riguarda le tempistiche secondo cui l'implementazione di iniziative che riguardano le tre diverse dimensioni apportino benefici economici all'impresa. Alcuni studi suggeriscono che le dimensioni di governance e sociali possano avere un impatto più immediato sulla performance operativa, mentre gli investimenti ambientali tendono a produrre benefici economici soprattutto nel lungo periodo. Per queste ragioni, possiamo interpretare la sostenibilità come un insieme di pratiche eterogenee che influenzano la performance aziendale attraverso canali diversi e con tempistiche ed impatti concreti differenti.

Un altro filone della letteratura si è, inoltre, concentrato sul ruolo della sostenibilità nella creazione di valore d'impresa. Numerosi studi mostrano come le imprese con elevata performance ESG possano beneficiare di una maggiore fiducia da parte degli stakeholder, come: clienti, dipendenti e investitori istituzionali. Tale rapporto di fiducia può tradursi in vantaggi competitivi derivanti da una posizione reputazionale più forte, un accesso facilitato ai mercati e un migliore rapporto con gli stakeholder. Secondo Chen et al. (2023), l'impatto positivo dell'ingrazione dell'ESG nella strategia aziendale è maggiormente apprezzabile in imprese di grandi dimensioni e in contesti caratterizzati da elevata esposizione a rischi ambientali e sociali.

In parallelo, alcuni studi evidenziano come il perseguimento degli obiettivi di sostenibilità possa contribuire a migliorare l'efficienza operativa. L'adozione di pratiche ambientali più attente, ad esempio, allo spreco di risorse possono ridurre il consumo di materie prime e i costi energetici; mentre politiche sociali orientate alla valorizzazione del capitale umano possono tradursi in una maggiore produttività e un maggiore livello di engagement dei dipendenti. Sotto questo aspetto la sostenibilità può essere letta non solo come un elemento reputazionale, ma anche come un fattore di evoluzione organizzativa e di miglioramento dei processi aziendali.

Non solo elementi positivi nella valutazione delle performance ESG, il verificarsi di eventi di greenwashing, ovvero la tendenza di alcune imprese a mostrare la propria immagine sostenibile senza un sostanziale e reale cambiamento nei modelli di business, può compromettere la credibilità delle strategie ESG e generare distorsioni nella percezione degli investitori e nelle valutazioni del mercato. La risposta a questo rischio da parte del sistema, come abbiamo già detto, è lo sviluppo di sistemi di reporting sempre migliori e l'implementazione di standard internazionali sempre più stringenti.

Le iniziative ESG possono, spesso, richiedere investimenti iniziali molto significativi e generare benefici economici con tempistiche più dilatate. Questo può essere un elemento di tensione tra obiettivi di sostenibilità e pressioni di breve periodo da parte di investitori e mercati finanziari. La capacità delle imprese nell'integrare la sostenibilità nella strategia aziendale dipende quindi dalla loro capacità di creare un giusto equilibrio tra obiettivi finanziari di breve termine e la prospettiva di lungo periodo nella gestione delle proprie attività.

Alla luce delle considerazioni che precedono, la letteratura suggerisce che la relazione tra sostenibilità e performance aziendale debba essere interpretata secondo una prospettiva sistemica. Considerare la sostenibilità sempre più come un elemento integrato all'interno delle nuove strategie e non come elemento addizionale alle strategie tradizionali. In questo contesto, l'analisi degli effetti economici della sostenibilità richiede un approccio multidimensionale e multiperiodale in grado di considerare simultaneamente aspetti finanziari, operativi e reputazionali, con effetti che si possono sviluppare secondo orizzonti temporali differenti.

Concludendo, il dibattito accademico sulla relazione tra sostenibilità e performance aziendale ha messo in luce come l'integrazione dei criteri ESG possa rappresentare un elemento rilevante nella creazione di valore per gli stakeholder in ottica di lungo periodo. Tuttavia, la difformità dei risultati empirici ha mostrato come essi dipendano da numerosi fattori, tra cui settore, contesto istituzionale e livello di integrazione delle strategie di sostenibilità nei modelli di business. Per questo motivo, la letteratura continua a esplorare i meccanismi attraverso cui le pratiche ESG influenzano le performance economiche delle imprese. Nei paragrafi successivi verranno approfonditi alcuni di questi canali di trasmissione, con particolare riferimento alle società quotate e agli effetti della sostenibilità sul costo del capitale e sulla performance azionaria di tali imprese.

### **3.2 Evidenze nazionali ed internazionali**

Il confronto accademico in merito alla relazione tra sostenibilità e performance finanziaria, introdotto nel paragrafo precedente, ha stimolato numerosi studi empirici basati su dataset internazionali e indicatori ESG basati provenienti da basi di dati finanziari globali. Lo scopo di queste ricerche è comprendere se e in quale misura esiste un determinato livello di integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali in grado di influenzare i risultati economico-finanziari delle imprese. In questo ambito alcune delle piattaforme di analisi dati riconosciute a livello internazionale come: Bloomberg, MSCI e Refinitiv hanno assunto un ruolo fondamentale nello sviluppo della letteratura empirica in merito a questo tema perché consentono di analizzare indicatori comparabili che permettono di confrontare imprese operanti in differenti paesi e settori economici. Se pensiamo, ad esempio, ai Bloomberg ESG Scores questi indicatori aggregano oltre cento indicatori relativi alle dimensioni ambientali, sociali e di governance sulla base di dati divulgati pubblicamente dalle imprese, permettendo, in questo modo, agli investitori di valutare la qualità delle politiche di sostenibilità e la trasparenza delle informazioni ESG (Bloomberg, 2025).

In ambito internazionale, numerosi studiosi hanno svolto analisi sulla relazione tra performance ESG e performance aziendale su campioni globali di imprese quotate. Le evidenze ottenute mostrano come l'integrazione della sostenibilità sia diventata progressivamente una componente importante nei processi di valutazione degli investitori. Delle analisi condotte su un campione globale di imprese appartenenti a paesi del G20 si evince come i punteggi ESG influenzino la capacità delle imprese di attrarre capitale e di migliorare il proprio status reputazionale sul mercato, con effetti indiretti sulla performance complessiva (Bissoondoyal-Bheenick et al., 2023).

Risulta particolarmente importante osservare le differenze tra distinti settori economici. Studi comparativi evidenziano come la performance ESG può variare in maniera significativa tra industrie diverse. Le analisi comparative su più settori indicano che le imprese del settore tecnologico tendono ad ottenere punteggi più elevati nella dimensione di governance, mentre il settore bancario, e più in generale, finanziario spesso presenta risultati migliori nelle dimensioni ambientali e sociali complessive. Questo fenomeno è sintomo di come le diverse caratteristiche strutturali dei settori manipolano le performance ESG: le imprese tecnologiche presentano generalmente un impatto ambientale diretto limitato ma investono fortemente nell'innovazione e in strutture di governance evolute creando così un impatto positivo prevalente in questi due ambiti ESG. Le istituzioni

finanziarie, invece, sono sempre più coinvolte nel finanziamento della transizione energetica e nella gestione dei rischi ESG nei portafogli di investimento.

Nel settore energetico, allo stesso tempo, l'attenzione agli indicatori ESG è spesso correlata alla necessità di gestire impatti ambientali di grossa portata. I maggiori player del settore come Ørsted e Enel rappresentano casi emblematici di trasformazione strategica verso modelli di business progressivamente sempre più sostenibili. La prima, in origine era focalizzata sulla produzione di energia dallo sfruttamento dei combustibili fossili nel tempo ha riconvertito il proprio modello di business verso la produzione di energia rinnovabile, diventando uno dei principali operatori globali nel settore dell'eolico offshore. Analogamente, in territorio nazionale, il gruppo energetico Enel ha implementato negli ultimi anni una strategia di decarbonizzazione basata su investimenti massicci nelle energie rinnovabili e nella digitalizzazione delle reti elettriche. Tali strategie hanno portato ad un miglioramento del rating ESG attribuiti dalle principali agenzie di rating per le due società e una crescente attenzione da parte degli investitori istituzionali.

Un altro settore interessante da osservare per quanto riguarda la relazione tra sostenibilità e performance aziendale è quello automobilistico. L'integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali si colloca bene in questo settore in particolare fermento dovuto alla transizione verso la mobilità elettrica che ha portato gli attori di questo mercato a rivedere profondamente le proprie strategie industriali. Studi empirici basati su campioni globali di imprese automobilistiche hanno mostrato che l'investimento sull'elettrico e quindi la progressiva sensibilizzazione verso le tematiche ESG e la traduzione di essa in un cambio di rotta industriale, ha portato grossi benefici economici alle aziende dell'automotive, soprattutto in un mercato caratterizzato da forte competizione e da crescente pressione normativa in materia ambientale (Cui et al., 2020). Nonostante le evidenze riportate in articoli della letteratura sulla transizione verso la mobilità elettrica come "Update on the Global transition to electric vehicles. International Council on Clean Transportation" (Cui et al., 2020), in Europa la transizione verso i veicoli elettrici non ha seguito il percorso immaginato. La transizione è stata rallentata da vincoli infrastrutturali, costi elevati e resistenze dei consumatori. In questo contesto tecnologie alternative all'elettrico che rappresentano soluzioni intermedie si sono affermate con maggior successo. I veicoli plug-in hybrid si sono mostrati in grado di ridurre il rischio percepito e facilitare l'adozione, seppur con dei limiti in termini di efficacia ambientale nel lungo periodo. Lo studio di Neves del 2025 sulla diffusione in Europa dei veicoli elettrici e di quelli ibridi identifica alla

base delle ragioni della differente diffusione una minore incidenza dei vincoli infrastrutturali sui veicoli ibridi. La gestione di un veicolo ibrido è sensibilmente più affine all'ordinaria gestione di un veicolo tradizionale (con tradizionale si intende veicoli con motore termico), essendo meno vincolato ad una rete di ricarica con prestazioni adeguate in termini di collocazione, efficienza ed erogazione del servizio.

Nel settore dei beni di consumo l'impatto della sostenibilità si manifesta principalmente attraverso il riflesso sulla reputazione del marchio e le preferenze dei consumatori. Aziende come Unilever e Nestlé hanno integrato all'interno della strategia obiettivi di sostenibilità, sviluppando programmi di approvvigionamento responsabile e monitoraggio delle condizioni della supply chain con iniziative volte alla riduzione dell'impatto ambientale della produzione. La catena di approvvigionamento del cacao, di recente, è stata una di quelle più inquisite in merito alla sostenibilità ambientale e sociale. Le condizioni dei lavoratori delle cooperative che si occupavano delle coltivazioni di cacao a cui si affidavano per la fornitura di materia prima i più grandi nomi dell'industria dolciaria, erano al limite della accettabilità. Questa condizione si rifletteva profondamente sulla reputazione delle aziende del settore. Nestlé, ad esempio, ha stabilito una politica di riduzione dell'impatto ambientale nella supply chain del cacao attraverso diverse iniziative e strategie come ad esempio: una collaborazione con i fornitori e con le comunità locali in modo da promuovere pratiche coltivazione sostenibile e ridurre il rischio di deforestazione, ha introdotto un programma pilota di monitoraggio del lavoro minorile (CLMRS – Child Labour Monitoring and Remediation System) che coinvolgeva circa 26.000 agricoltori in Costa d'Avorio e ha mostrato un decremento del 51% di bambini coinvolti in lavori pericolosi all'interno delle comunità monitorate. In questi casi la sostenibilità diventa un elemento distintivo della strategia aziendale e rafforza il posizionamento competitivo dell'impresa di fronte al giudizio del consumatore.

L'impatto delle imprese del settore finanziario, come già accennato, è amplificato dal fatto che non devono solo gestire i propri impatti diretti ma svolgono anche un ruolo cruciale nell'allocazione del capitale verso attività e iniziative sostenibili. Alcune delle principali banche europee come BNP Paribas, Santander e UniCredit rappresentano esempi importanti di integrazione della sostenibilità nelle strategie aziendali. Secondo i dati rinvenibili nei database finanziari e nei report di sostenibilità delle imprese, tali istituzioni presentano livelli relativamente elevati di integrazione ESG rispetto alla media del settore europeo. Unicredit, in particolare, ha nel tempo migliorato il proprio

posizionamento nei ranking internazionali, raggiungendo punteggi ESG superiori alla media dei comparabili globali nei principali indici di sostenibilità.

Durante questa analisi è necessario fare un confronto tra contesti nazionali. Nel contesto europeo, la diffusione delle pratiche ESG è stata fortemente influenzata e incentivata dall'introduzione di normative e standard di rendicontazione sempre più stringenti. Come anticipato nei capitoli precedenti, l'Unione Europea ha, infatti, promosso un quadro normativo articolato che include strumenti come la Tassonomia europea per la finanza sostenibile, il regolamento SFDR e la nuova CSRD.

Al contempo, in molti contesti emergenti la diffusione delle pratiche ESG risulta più recente e spesso dipende molto dalle pressioni esercitate dagli investitori internazionali. Diversi studi empirici svolti su campioni di imprese globali mostrano come l'impatto della sostenibilità sulla performance aziendale vari significativamente in base ai diversi livelli di sviluppo istituzionale e regolamentare della tematica. La relazione tra ESG e performance tende ad essere maggiore nei paesi con mercati finanziari più sviluppati e maggiormente sensibili alle tematiche ambientali e sociali (Zheng, 2025).

In diversi settori, tra cui quello tecnologico, energetico e finanziario è stato dimostrato da studi recenti come le imprese con elevati punteggi ESG nei ranking internazionali mostrano una migliore resilienza in periodi di incertezza economica o forte volatilità dei mercati. Questo fenomeno è dovuto prevalentemente ad una maggiore capacità di adattamento a contesti instabili, grazie ad una migliore gestione dei rischi ed a relazioni consolidate con gli stakeholder. Questi risultati suggeriscono, quindi, come la sostenibilità possa contribuire a rafforzare la resilienza delle imprese e aiutare le imprese a mantenere una posizione competitiva nel mercato.

L'analisi delle evidenze nazionali e internazionali mostra come la relazione tra sostenibilità e performance economica sia suscettibile all'effetto di numerosi fattori tra cui il settore economico e il contesto normativo. Il confronto tra differenti settori mostra come la sostenibilità possa assumere differenti forme a seconda delle caratteristiche dell'industria di riferimento: da un lato, nel settore energetico, l'attenzione si concentra sui processi di decarbonizzazione e sulla transizione energetica, nel settore tecnologico prevalgono evoluzioni legate alla governance e all'innovazione dei prodotti e dei processi produttivi. Nel complesso è possibile notare come la sostenibilità stia diventando, seppur

con tematiche e tempistiche differenti un elemento strutturale nelle strategie aziendali a livello globale, contribuendo a ridefinire i modelli di business e le scelte di consumo.

### 3.3 L'impatto dell'ESG sul costo del capitale e sulla performance azionaria

Nell'analisi della correlazione tra le performance ESG e quelle economico-finanziarie è molto rilevante parlare del concetto di finanza sostenibile e dell'impatto dell'integrazione dei criteri ESG sul costo del capitale e sulla performance azionaria delle imprese. Se nei paragrafi precedenti sono state trattate le evidenze generiche della relazione tra sostenibilità e performance, è possibile approfondire ulteriormente la relazione analizzando in che modo le strategie ESG influenzano in maniera diretta le condizioni di finanziamento delle imprese e la valutazione dei titoli nei mercati finanziari.

Il costo del capitale rappresenta il rendimento minimo richiesto dagli azionisti per compensare la rischiosità di un investimento. Il costo del capitale complessivo, viene generalmente stimato attraverso il WACC (Weighted Average Cost of Capital), che si calcola attraverso la media ponderata del costo del capitale proprio (equity) e del costo del debito (loan). La formula del WACC può essere rappresentata nel seguente modo:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times r_e + \frac{D}{E + D} \times r_d \times (1 - T)$$

Dove le grandezze riportate indicano:

- E rappresenta il valore di mercato del capitale proprio dell'impresa
- D rappresenta il valore del debito
- $r_e$  rappresenta il costo del capitale proprio, ossia il rendimento richiesto dagli azionisti
- $r_d$  rappresenta il costo del debito, ossia la quota di interessi sui prestiti sottoscritti dall'impresa
- T rappresenta l'aliquota fiscale dell'impresa, applicata dal momento che il debito è deducibile fiscalmente

Il costo del capitale proprio  $R_e$  viene spesso stimato attraverso il modello di Capital Asset Pricing (CAPM), il quale afferma che il rendimento richiesto dagli azionisti dipende direttamente dal rischio sistematico del titolo.

La formula del CAPM attraverso cui viene stimato il rendimento richiesto dagli investitori è riportata di seguito:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Dove  $r_f$  rappresenta il tasso privo di rischio,  $r_m$  il rendimento atteso del mercato e  $\beta$  la sensibilità del titolo al variare del rischio di mercato.

L'influenza dei criteri ESG su queste variabili può avvenire attraverso diversi meccanismi. In primis, le imprese con migliori performance ESG hanno la tendenza ad avere un livello inferiore di rischio percepito dagli investitori e una conseguente riduzione del premio per il rischio richiesto dagli azionisti. In secondo luogo il progressivo miglioramento dell'informativa non finanziaria ha contribuito a ridurre l'asimmetria informativa rendendo più efficienti i mercati finanziari (Botosan, 1997; Vaitiekūnienė, 2026).

Chen et al. (2023), attraverso l'analisi di un ampio campione di imprese quotate tra il 2010 il 2020, evidenziano che ad una migliore performance ESG è associata una riduzione importante del costo del capitale proprio, anche al netto di variabili quali la dimensione dell'impresa, la leva finanziaria e la redditività.

L'impatto della sostenibilità sul costo del capitale non si manifesta in maniera uniforme su tutte le imprese, ma dipende da alcune caratteristiche specifiche dell'impresa. Di fatti, gli studi recenti suggeriscono che l'effetto della sostenibilità sulla riduzione del costo del capitale risulta più forte per le imprese che presentano elevate opportunità di crescita e livelli iniziali di costo del capitale più elevato.

L'effetto di riduzione del costo del capitale attraverso l'implementazione dell'ESG nelle strategie aziendali può essere giustificato anche attraverso la teoria dell'informazione e la teoria degli stakeholder. L'adozione di politiche di sostenibilità credibili e trasparenti da parte delle imprese viene interpretata dal mercato e dagli investitori come un'inferiore esposizione dell'azienda a rischi reputazionali, ambientali e regolamentari. Questo effetto procura una riduzione del premio per il rischio richiesto dal mercato e contribuisce a ridurre complessivamente il costo del capitale.

Un ulteriore elemento interessante da analizzare riguarda l'incidenza con cui le dimensioni dell'ESG impattano il costo del capitale delle imprese. Tutte le evidenze mostrano come la dimensione della governance ha spesso l'impatto più significativo sulla riduzione del costo del capitale. Questo fenomeno può essere associato al fatto che la dimensione della governance sia la dimensione di maggiore impatto per gli azionisti. Un sistema di governance efficace può ridurre i conflitti di agenzia

tra management e azionisti, migliorando l'efficienza dei processi decisionali e il rapporto tra impresa e investitori, facilitando l'accesso al capitale.

Oltre che alla riduzione del capitale, è interessante approfondire anche la relazione tra le strategie ESG e la performance azionaria delle imprese. Per questo tipo di analisi l'approccio più utilizzato consiste nell'utilizzo di modelli multifattoriali che derivano dal modello di Fama-French. Alcuni studi mostrano che l'integrazione di variabili ESG nei modelli di asset pricing consente di giustificare una parte dei rendimenti azionari non giustificabile attraverso l'utilizzo i fattori di rischio tradizionali.

L'analisi empirica del fenomeno sui mercati azionaria mostra anche che le imprese con elevati punteggi ESG tendono a mostrare una maggiore stabilità dei rendimenti una minore volatilità del titolo nel lungo periodo. Nonostante questo, come per gli altri fenomeni la relazione tra integrazione ESG e performance azionaria non risulta sempre lineare ma risulta dipendere, anche in questo caso, da diversi fattori. Gli studi recenti (Zhu e Rahman, 2025) basati su tecniche di machine learning mostrano come le imprese di grandi dimensioni con punteggi ESG elevati mostrino rendimenti azionari futuri superiori alla media mentre l'effetto può essere più difficilmente apprezzabile su imprese di piccola capitalizzazione.

Un ulteriore elemento è stato indagato con studi basati su metodologie di event study e riguarda l'effetto che notizie negative riguardo a controversi ambientali e sociali possono generare sui rendimenti azionari delle imprese. Analisi condotte su grandi campioni di imprese quotate indicano che accadimenti legati ai rischi reputazionali ESG possono generare riduzioni significative nei rendimenti anomali dei titoli, questo elemento rafforza la tesi della crescente importanza delle tematiche ESG nelle decisioni degli investitori.

I risultati analizzati, dal punto di vista empirico suggeriscono un cambiamento di prospettiva del concetto di sostenibilità, da mero elemento etico e reputazionale a fattore sempre più integrato nei meccanismi di valutazione dei mercati finanziari. Questa tendenza ha portato allo sviluppo di nuovi strumenti quantitativi di analisi e di investimento come le strategie ESG Quant. Tali strategie utilizzano algoritmi e modelli statistici per inserire un numero sempre maggiore di informazioni ESG all'interno dei processi di allocazione del capitale.

Secondo il mio parere, quello trattato in questo paragrafo è uno degli aspetti più interessanti della relazione tra sostenibilità e performance finanziarie. L'ESG non agisce direttamente sulla

performance finanziaria ma piuttosto impatta sui meccanismi di percezione del rischio da parte dei mercati. Questo è traducibile nel fatto che l'effetto della sostenibilità sulla performance azionaria può esprimersi non tanto attraverso un immediato aumento della redditività operativa quanto attraverso una progressiva riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori il quale porta ad un migliore e facilitato accesso ai capitali che si inserisce in un ciclo positivo al termine del quale si colloca l'impatto reddituale.

L'analisi della letteratura e degli studi empirici svolti sul fenomeno suggerisce che l'integrazione dei criteri ESG influenzi in modo significativo il costo del capitale e la performance azionaria delle imprese principalmente grazie ad una riduzione del rischio percepito dal mercato. Nonostante questo, l'entità di tali effetti dipende da differenti fattori, tra cui il contesto istituzionale, il settore di appartenenza e l'evoluzione normativa del paese in cui opera l'impresa. Per le ragioni sopra esposte possiamo considerare l'integrazione della sostenibilità nei processi decisionali dell'azienda un fattore centrale non solo a livello etico e reputazionale ma anche nelle strategie di investimento dei mercati globali.

### **3.4 Correlazione tra indici ESG e indicatori di redditività**

Nella letteratura economica recente lo studio della relazione tra indicatori ESG e redditività aziendale rappresenta uno dei filoni più rilevanti della letteratura recente sulla sostenibilità. Nello specifico, numerosi studi come quello di Herman del 2025 si sono concentrati sull'analizzare la correlazione tra punteggi ESG e indicatori di performance contabile come il Return on Assets (ROA) e Return on Equity (ROE), indicatori principali per la misurazione della capacità dell'impresa di generare valore economico. In termini teorici il legame tra sostenibilità e redditività può essere interpretato attraverso la teoria degli stakeholder o la resource-based view. Secondo questi approcci l'ESG contribuisce a migliorare la relazione con gli stakeholder e a sviluppare risorse intangibili, come la reputazione, il capitale umano e la fiducia che si riflettono in maniera positiva sulla performance economica dell'impresa. Queste teorie confermano, quindi, la visione della sostenibilità non come costo ma come investimento strategico in grado di generare vantaggi competitivi.

I riscontri empirici confermano in larga parte questa interpretazione. Numerosi studi recenti (Bissoondoyal-Bheenick et al., 2023) evidenziano una relazione positiva tra ESG e indicatori di redditività. Le ricerche basate su modelli econometrici mostrano, in particolare, come le imprese con elevati ranking ESG tendano a registrare valori più elevati di ROA e ROE. Questa tendenza si esprime in maniera più evidente nei contesti caratterizzati da elevata trasparenza informativa e forte pressione degli stakeholder.

Aydoğmuş (2022) sulla base dell'analisi di un campione di 1720 aziende tra il 2013 e il 2021 provenienti da aree geografiche diverse, conferma una relazione positiva forte tra l'ESG combined score e il valore e la profittabilità dell'impresa. Tutti gli stakeholder tra cui investitori, creditori e le istituzioni si aspettano che le imprese nel tempo investano sempre di più sull'ESG. Quando le loro aspettative sui livelli di integrazione dell'ESG nell'impresa vengono soddisfatte il mercato mostra segnali positivi nei confronti dell'azienda che ne beneficia in termini di valore e profittabilità. Queste evidenze sostengono la teoria degli stakeholder in linea con quanto evidenziato dalla letteratura recente. Il periodo durante il quale si è svolta la ricerca 2013-2021 è caratterizzato da un'altissima volatilità dei mercati dovuta alla pandemia da COVID-19, questo ha portato ad ulteriori considerazioni rispetto alla resilienza in periodi di crisi che caratterizza le imprese con elevati livelli di integrazione ESG. Per queste ragioni l'interesse degli stakeholder e del mercato nei confronti delle tematiche ESG e della loro integrazione nelle strategie aziendali ha grosse implicazioni finanziarie e sulla redditività

dell'impresa. Le ricerche su queste dinamiche come quelle sopra citatesi propongono di supportare i manager delle imprese in un'allocazione di risorse di investimento sempre più sbilanciata verso tematiche di sostenibilità.

Fino a questo momento abbiamo analizzato il ruolo degli indicatori di redditività come ruolo passivo in cui vengono impattati da tematiche ESG. È però interessante approfondire, anche, il ruolo degli indicatori di redditività come variabili di intermediazione. Recenti evidenze (Aydogmus, 2022) mostrano che il ROE può rafforzare la relazione tra ESG e valore d'impresa mentre il ROA presenta effetti meno significativi. Questo evidenzia che la sostenibilità ha un impatto maggiormente diretto sulla creazione di valore per gli azionisti piuttosto che sull'efficienza operativa su cui impatta ma con un minor effetto.

Al fine di sostenere quanto asserito in maniera teorica fino ad ora, è interessante analizzare in modo quantitativo la relazione tra ESG e redditività. A questo scopo è possibile utilizzare modelli econometrici e approfondire la relazione tra punteggi ESG e indicatori di performance contabile.

Dal punto di vista contabile prendiamo in esame i due principali indicatori di redditività: ROE che misura la capacità dell'impresa nella generazione di valore per gli azionisti e il ROA che misura l'efficienza operativa. Un modello base può essere espresso come:

$$ROA_i = \alpha + \beta ESG_i + \gamma X_i + \varepsilon_i \text{ e } ROE_i = \alpha + \beta ESG_i + \gamma X_i + \varepsilon_i$$

dove:

$ESG_i$ : rappresenta il punteggio ESG dell'impresa

$X_i$ : rappresentano le variabili di controllo come dimensione, settore ecc.

$\beta$ : rappresenta il coefficiente d'impatto dell'ESG sulla redditività

Una relazione caratterizzata da un coefficiente  $\beta > 0$ , mostra una correlazione positiva tra performance ESG e performance reddituale.

Al fine di approfondire l'analisi e individuare quali sono i canali attraverso cui la sostenibilità influisce sulla redditività può essere utile utilizzare come strumento coadiuvante la scomposizione di DuPont che consente di analizzare l'indice di creazione di valore per gli azionisti (ROE) nelle sue componenti.

Secondo la scomposizione di DuPont il ROE è determinato come segue:

$$ROE = Profit\ Margin \times Asset\ Turnover \times Leverage$$

È grazie a questo approccio che capiamo su quali variabili ed in che misura incide la performance ESG. Elevati livelli ESG possono incidere: sul miglioramento dei margini riducendo i costi operativi e migliorando l'efficienza energetica; incidono, altresì, su una maggiore rotazione degli asset legata all'incessante necessità di innovazione e sul riflesso reputazionale che questa componente porta con sé; infine, a sostegno di quanto asserito fino a qui l'ESG impatta sull'ottimizzazione della struttura finanziaria.

Con l'obiettivo di approfondire e comprendere concretamente la relazione tra ESG e redditività, può essere utile analizzare in breve un caso applicativo. Nel contesto europeo tra le imprese più avanzate a livello di integrazione della sostenibilità troviamo Enel Energia S.p.A. che per questa ragione rappresenta un esempio particolarmente significativo per l'applicazione delle analisi.

Nell'ultimo decennio, Enel ha adottato una strategia fortemente orientata alla transizione energetica, basata su diversi cardini come: lo sviluppo di energie da fonti rinnovabili, la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>, gli investimenti in infrastrutture sostenibili. Sulla base dei dati disponibili nei report ESG Enel presenta uno tra gli ESG score più elevati nel settore energetico europeo, una forte crescita degli investimenti sostenibili e un progressivo miglioramento della reputazione ESG presso gli investitori.

Dal punto di vista reddituale nello stesso arco di tempo Enel ha mostrato le seguenti tendenze: stabilità del ROE, crescita dei ricavi da energie rinnovabili e miglioramento del ROA legato all'efficienza operativa e alla digitalizzazione. Gli investimenti nelle rinnovabili hanno prodotto una riduzione dei costi operativi e migliorato l'utilizzo degli asset impattando positivamente sul ROA dell'impresa. Dal punto di vista della creazione di valore per gli azionisti (ROE) l'integrazione dei criteri ESG nella strategia aziendale e nei processi decisionali ha attratto investitori istituzionali favorendo la stabilizzazione dei flussi di capitale e sostenendo la redditività. Ha seguito una contestuale riduzione del rischio legato alla riduzione dell'esposizione a rischi normativi e ambientali che ha garantito maggiore stabilità e sicurezza per gli investitori.

Dal mio punto di vista, nell'analisi della relazione tra la sostenibilità e la redditività uno degli aspetti più interessanti è che l'impatto di una sull'altra non deve essere interpretato come diretto e immediato. Piuttosto, la sostenibilità agisce in maniera abilitante e modifica i driver fondamentali che definiscono le performance aziendali. È necessario altresì sottolineare, che gli effetti benefici dell'ESG avvengono soprattutto nel lungo periodo e solo nel momento in cui la sostenibilità è integrata in modo autentico nella strategia aziendale. Un ulteriore aspetto da sottolineare riguarda la non omogeneità dei risultati empirici, questo dimostra che l'impatto ESG varia significativamente a seconda di settori, contesti geografici e normativi. Per questa ragione la sostenibilità non è una variabile indipendente nell'impatto sulle performance reddituali dell'impresa, ma va interpretata in maniera contingente con altre variabili specifiche e caratteristiche dell'impresa e del contesto in cui opera.

La relazione tra indicatori ESG e redditività aziendale è un tema complesso e multidimensionale che rappresenta una sfida per le generazioni future. L'integrazione della sostenibilità può contribuire a migliorare gli indicatori di performance come ROE e ROA ma che allo stesso tempo tale impatto dipende da diversi fattori tra cui il settore di appartenenza e l'orizzonte temporale. Con quanto asserito nel paragrafo possiamo, pertanto, interpretare la sostenibilità non solo come una componente etico-reputazionale ma come una componente strutturale che in certe circostanze e contesti può influenzare il valore di mercato delle imprese ma anche la loro capacità di generare redditività nel lungo periodo.

### **3.5 Effetti sul risk management e sulla volatilità dei titoli quotati**

L'integrazione della sostenibilità nelle dinamiche aziendali e dell'impatto sulla gestione del rischio ha portato ad una naturale trasformazione dei sistemi di risk management tradizionali, ampliandone l'ambito di applicazione e introducendo nuove forme di rischio difficilmente captabili dagli strumenti finanziari convenzionali. In particolare, la crescente sensibilità ai rischi ambientali, sociali e di governance ha indotto le imprese e gli investitori a sviluppare sistemi con approcci più dinamici e multidimensionali capaci di cogliere sia i rischi diretti che quelli sistemici e reputazionali.

In prospettiva teorica la transizione da un risk management statico ad uno integrato ESG implica l'adozione di una logica di forward-looking, in cui la valutazione del rischio non si basa più solo sullo studio dei dati storici ma anche in funzione di scenari futuri legati a cambiamenti climatici, pressioni regolatorie e mutamenti sulle preferenze degli stakeholder. In questa commistione, il rischio ESG assume un'influenza trasversale impattando simultaneamente il rischio operativo, finanziario e strategico. Viene evidenziato da Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou e George Serafeim (2014), che le imprese con elevati standard di integrazione dei rischi ESG nei sistemi di monitoraggio e risposta al rischio hanno sistemi di controllo e gestione del rischio con uno sguardo più di lungo periodo e con effetti positivi sulla stabilità delle performance.

Uno degli effetti che meglio concretizza questa trasformazione riguarda la volatilità dei titoli quotati. La letteratura empirica moderna mostra come l'integrazione ESG possa incidere sulla volatilità del prezzo dei titoli quotati attraverso diversi canali. In prima istanza, migliori performance ESG sono associate spesso ad una riduzione della volatilità dei titoli grazie a una maggiore trasparenza informativa e una minore asimmetria informativa. In merito a questo possono essere portate ad esempio le evidenze di Mozaffar Khan, George Serafeim e Aaron Yoon (2016), i quali mostrano che le imprese che investono su tematiche ESG in maniera consistente ottengono benefici economico-finanziari che comportano una maggiore stabilità delle performance riducendo l'incertezza percepita dagli utenti del mercato.

Sempre per quanto riguarda la relazione tra volatilità dei titoli quotati e sostenibilità un contributo rilevante è quello fornito da Gunnar Friede, Timo Busch e Alexander Bassen (2015), che attraverso la meta-analisi su oltre 2000 studi evidenziano una relazione prevalentemente negativa tra ESG e rischio, le imprese con migliori performance di sostenibilità tendono a comportare una minore volatilità e una maggiore stabilità finanziaria.

Una parte della letteratura (Yahaya, 2025; Oluwakemi, 2025), nonostante questo, evidenzia effetti opposti nei contesti in cui ci sia un'elevata eterogeneità informativa. Il fatto che possa esistere un disallineamento tra rating ESG forniti da differenti provider può generare maggiore incertezza e aumentare la volatilità dei rendimenti. Questo meccanismo fa emergere una criticità strutturale del sistema ESG attuale, caratterizzato da metodologie di valutazione ancora poco standardizzate e da una difficoltà nella comparabilità delle informazioni che può compromettere l'efficacia dei modelli di risk management.

Un altro elemento innovativo riguarda l'interazione tra sostenibilità e fattori comportamentali. Il sentiment degli investitori e la percezione delle tematiche ESG possano influenzare la stabilità dei titoli amplificando la reazione del mercato a nuovi input informativi. Provocando questo effetto il ruolo dell'ESG diventa anche quello di driver di mercato che contribuisce alla formazione delle aspettative e alla stabilità dei prezzi di mercato.

Per le ragioni sopra descritte, questa evoluzione ha portato alla necessità di innovare gli strumenti di risk management. Gli operatori del mercato stanno progressivamente adottando modelli che integrano nei sistemi tradizionali metriche ESG, scenari climatici estremi nei modelli di stress testing e indicatori avanzati per la misurazione del rischio reputazionale. In questo senso l'avvento dell'intelligenza artificiale e gli strumenti di analisi dei big data, consente di monitorare eventi ESG in tempo reale e di creare dei contesti simulativi che mostrano quali effetti determinati rischi arreherebbero sui mercati finanziari.

Nonostante i progressi su questo fronte, restano importanti sfide per il futuro. I principali nodi critici riguardano la standardizzazione delle metriche ESG che, ad oggi, crea grossi limiti circa la comparabilità delle informazioni e può comportare distorsioni nella valutazione del rischio. A questo si aggiunge la difficoltà di quantificazione degli impatti sociali e ambientali che spesso richiedono l'utilizzo di proxy o indici di carattere qualitativo. In aggiunta stiamo assistendo ad una crescente complessità dei rischi ESG che rendono necessario ridisegnare i modelli tradizionali di asset pricing che spesso non riescono ad incorporare adeguatamente tali fattori.

Vengono suggeriti diversi percorsi di sviluppo su queste tematiche ancora critiche. L'armonizzazione degli standard ESG e il miglioramento della qualità dei dati di misurazione rappresentano condizioni indispensabili per ridurre il disallineamento informativo e portare ad un miglioramento dell'efficienza

dei mercati. Un'ulteriore sfida che la letteratura stimola per il futuro è quella di progettare modelli finanziari tradizionali basati anche su dati alternativi, questo potrà portare a una migliore previsione della volatilità e dei rischi emergenti. Allo stesso tempo occorre orientare i modelli di risk management verso modelli predittivi e integrati in modo da affrontare un contesto caratterizzato da crescente complessità, instabilità e interconnessione tra elementi rischiosi.

L'integrazione dei fattori ESG sta ridefinendo in maniera profonda il risk management e le reazioni dei mercati finanziari. Se su un fronte la sostenibilità contribuisce a ridurre la volatilità attraverso una maggiore trasparenza e una migliore reattività e previsione dei rischi, dall'altro introduce nuove fonti di incertezza legate al disallineamento delle informazioni e alla loro interpretazione. La sfida per il futuro sarà quella di implementare sistemi che siano in grado di prevedere scenari futuri coglierne i rischi e produrne le risposte adeguate in un sistema che si evolve verso rischi sempre più integrati e con effetti difficilmente scomponibili.

### **3.6 Analisi comparata tra società “ESG leader” e “ESG laggard” e gli effetti che la “reputazione” non finanziaria ha sui risultati economici e finanziari**

Le imprese caratterizzate da elevati standard ESG sono dette “ESG Leader” mentre le imprese con performance inferiori sono dette “ESG Laggard”. L’analisi comparata tra queste due categorie di imprese è uno strumento molto efficace al fine di misurare l’impatto concreto della sostenibilità sui risultati economico-finanziari. Per questa analisi hanno una grande importanza i rating elaborati da agenzie specializzate (Moody’s attraverso la Moody’s ESG solution) MSCI e Sustainalytics attraverso cui è possibile classificare le imprese sulla base del loro livello di esposizione ai rischi ESG e alle capacità di gestione degli stessi. Questi strumenti forniscono anche una base empirica concreta che permette l’analisi comparativa di imprese trasversalmente su diversi settori.

Secondo le evidenze empiriche più recenti di Moody’s ESG Solutions (2023-2024) le imprese classificate nel primo quartile e definite ESG Leader mostrano in media un’ inferiore esposizione al rischio complessivo e una maggiore stabilità dei flussi di cassa se paragonati alle imprese collocate nell’ultimo quartile e definite ESG Laggard. Nei settori ad alta intensità di capitale come quello energetico, delle utilities ecc., le aziende con rating ESG elevati presentano una riduzione del rischio operativo fino al 15-20% in confronti ai peer meno sostenibili. Questo fenomeno è possibile grazie ad una migliore gestione delle risorse e ad un livello inferiore di esposizione al rischio normativo e di contenziosi ambientali.

Nel settore finanziario, nello specifico, le differenze tra le due categorie di imprese risultano ancora più evidenti. Alcune analisi condotte su grandi gruppi bancari europei mostrano come istituti finanziari con elevati rating ESG, come BNP Paribas e Santander, presentano una minore volatilità dei rendimenti e una maggiore stabilità del margine di interesse. Secondo dati elaborati da Moody’s, le banche con migliori punteggi ESG evidenziano una probabilità di regressione inferiore di circa il 30% in periodi di stress macroeconomico, questo ci conferma il ruolo della sostenibilità come fattore di tenuta aziendale.

Un’ulteriore distinzione tra ESG Leader e Laggard riguarda le possibilità di accesso al mercato dei capitali e la percezione esterna. Le imprese che occupano i posti all’apice dei ranking ESG mostrano, solitamente, una maggiore copertura da parte degli analisti finanziari e di una base più ampia di investitori istituzionali che gli garantisce una maggiore liquidità dei titoli e una minore instabilità reputazionale. Di contro le imprese ESG Laggard risultano più esposte a fenomeni di instabilità

reputazionale con effetti reputazionali amplificati soprattutto in occasione di eventi negativi in merito a controversie ambientali o sociali.

Come visto nei capitoli precedenti la reputazione ESG si conferma essere un elemento decisivo nella percezione che il mercato ha dell'impresa conseguenti effetti sulle scelte di investimento. Questo la rende un asset intangibile in grado di influenzare direttamente le performance economico-finanziarie dell'impresa. Le imprese con elevata reputazione ESG registrano una maggiore fidelizzazione da parte degli stakeholder vantando una maggiore attrattività per il capitale umano che garantisce una migliore collaborazione con dipendenti e una più lunga permanenza degli stessi all'interno dell'impresa. Questi fattori contribuiscono congiuntamente alla generazione di ricavi più prevedibili e alla riduzione dei costi legati a conflitti legali, turnover e formazione di nuovi dipendenti e le conseguenti inefficienze operative.

Un esempio significativo di quanto asserito fino ad ora può essere riscontrato nel settore energetico dove grandi player hanno optato ormai da diversi anni per una strategia di transizione verso le fonti rinnovabili presentando, quindi, rating ESG significativamente superiori rispetto ad imprese rimaste molte esposte sul versante dell'utilizzo dei combustibili fossili. Secondo i dati Moody's le aziende che hanno anticipato una transizione, che si renderà a breve necessaria per tutti i player del mercato, mostrano una maggiore stabilità dei ricavi e una minore esposizione al rischio di una rapida perdita di valore delle attività legate a modelli energetici non più sostenibili. Sul versante opposto le imprese ESG laggard, ancora fortemente sbilanciate sul versante dei combustibili risultano fortemente esposte alla volatilità dei prezzi delle materie prime e ai rischi regolatori legati alle politiche comunitari e globali di decarbonizzazione.

Allo stesso modo, nel settore tecnologico le differenze tra imprese più sostenibili e meno sostenibili emergono principalmente in merito alla gestione dei rischi sociali e di governance. Le imprese che detengono avanzate politiche in materia di protezione dei dati, diversity and inclusion e trasparenza come Microsoft o SAP registrano punteggi ESG elevati che garantiscono una minore incidenza delle controversie legali e reputazionali.

L'elemento caratteristico delle imprese ESG Leader che presentano una migliore resilienza nei periodi di crisi si è confermato anche a seguito della crisi dovuta alla pandemia da COVID-19. Studi empirici (Eccles, Ioannou, Serafeim, 2024) mostrano come le imprese ESG leader abbiano registrato perdite

inferiori e una ripresa più rapida rispetto alle ESG laggard a seguito dello shock sistemico dovuto alla pandemia. Questo fenomeno può essere attribuito alla maggiore fiducia degli investitori rispetto ad una migliore capacità di gestione del rischio riposta nelle imprese più sostenibili.

Gli elementi di criticità anche nella valutazione comparata tra imprese ESG Leader e ESG Laggard rimangono le medesime, ossia la difficile comparabilità e spesso la divergenza tra rating ESG forniti da differenti agenzie. Il verificarsi di eventi di greenwashing tende a minare la credibilità delle informazioni ESG e la percezione del mercato rispetto alla rendicontazione non finanziaria riducendo l'impatto positivo delle iniziative ESG.

Il percorso che stanno seguendo le istituzioni in merito alla standardizzazione dei sistemi di rating e dei sistemi di rendicontazione, risulta chiara a partire dall'evoluzione della CSRD e l'introduzione degli ESRS. L'obiettivo che si pongono le istituzioni globali è quello di migliorare la comparabilità delle informazioni aumentandone l'affidabilità. Per lo sviluppo futuro sarebbe, inoltre, interessante sfruttare l'integrazione di dati alternativi ossia informazioni provenienti da fonti non strutturate come media, social network o supply chain al fine di garantire una valutazione più tempestiva e accurata della reputazione ESG.

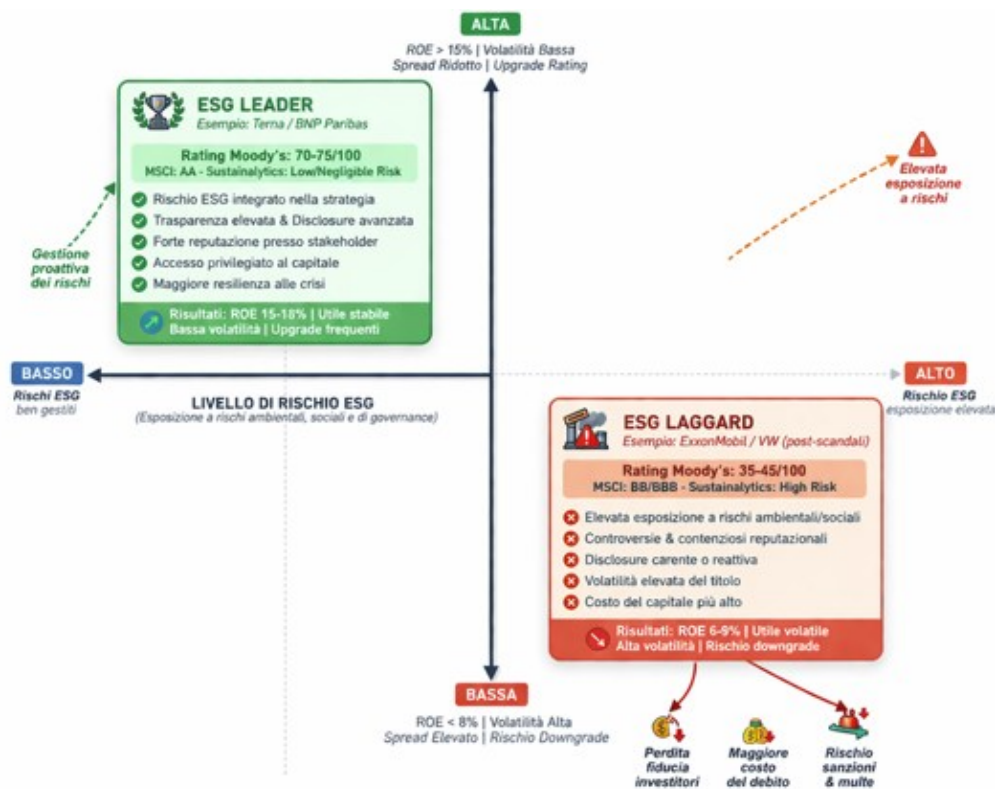


Figura 6 - Schema comparativo società ESG Leader vs ESG Laggard

Fonte: MSCI ESG Research LLC (2024).

Il confronto tra imprese ESG Leader e Laggard conferma la sostenibilità come strumento non solamente etico-reputazionale ma come driver di performance e stabilità finanziaria, in grado di migliorare l'immagine delle imprese sul mercato rendendone i vantaggi competitivi rispetto agli altri player stabili e duraturi.

Al fine di sintetizzare le evidenze empiriche emerse dalle analisi esposte nel capitolo, si propone una tabella riassuntiva dei dati quantitativi relativi all'impatto de facto ESG su performance, rischio e resilienza delle imprese.

<b>Impresa</b>	<b>Evidenza Empirica</b>	<b>Valore</b>	<b>Fonte</b>
Nestlé (Food)	Riduzione lavoro minorile nelle comunità monitorate (CLMRS)	-51%	Report sostenibilità Nestlé
Utilities	Riduzione del rischio operativo per imprese ESG leader vs laggard	-15% / -20%	Moody's ESG Solutions (2023–2024)
Banche europee (BNP Paribas, Santander, ecc.)	Minore probabilità di regressione in periodi di stress	-30%	Moody's ESG Solutions
Enel (Energy)	Miglioramento ROA e stabilità ROE con strategia ESG	Evidenza qualitativa	Report Enel
Ørsted (Energy)	Miglioramento ESG e attrattività investitori post-transizione	Evidenza qualitativa	Report Ørsted

*Tabella 1 - Sintesi evidenze empiriche*

I dati sintetizzati confermano come l'impatto ESG si manifesti in maniera diretta attraverso la riduzione del rischio, il miglioramento della resilienza e della stabilità dell'impresa. Mentre l'impatto sulla redditività risulta meno immediato.

## **Capitolo 4 - Il Ruolo della Finanza nella Transizione ESG: Analisi dei Bilanci Non Finanziari e Studio Empirico**

Il capitolo 4 si apre con una panoramica rispetto alla rendicontazione di sostenibilità delle società operanti nel settore finanziario, richieste normative attuali, limiti e prospettive future.

Nel presente capitolo verrà sviluppata, in seguito, un'analisi empirica finalizzata a comprendere le modalità concrete di integrazione dei fattori ESG e i relativi effetti nei differenti contesti aziendali e finanziari. Verrà eseguita un'analisi comparativa di grandi player nazionali del mercato finanziario con differenti modalità di integrazione dell'ESG che si traducono in impatti diversi a seconda del caso: mitigazione del rischio, leve di crescita operativa e fattori di posizionamento strategico.

L'analisi viene approfondita attraverso lo studio del caso Amundi, che porta ad esempio un livello di integrazione ESG avanzato e strutturato, caratterizzato dall'utilizzo di modelli quantitativi proprietari volti alla selezione e valutazione degli emittenti su cui investire e inserire nei portafogli. In tale contesto aziendale, la sostenibilità ricopre un ruolo centrale nelle decisioni di allocazione del capitale, con effetti indiretti ma significativi nel lungo periodo sulla qualità degli investimenti e sulla solidità dei portafogli.

Il capitolo evidenzia, inoltre, come l'impatto dell'ESG abbia forme e tempistiche differenti a seconda del contesto settoriale e delle metodologie di implementazione della sostenibilità in azienda. Nella gran parte dei casi la sostenibilità non è caratterizzata da un impatto diretto sui risultati economico-finanziari ma mediato da variabili intermedie come la gestione del rischio e la selezione di asset di qualità. Vengono, infine, analizzati i limiti attuali dell'integrazione ESG e delineate le possibili traiettorie di sviluppo future.

### **4.1 La rendicontazione non finanziaria nelle società del settore finanziario**

Nel contesto attuale, caratterizzato da una crescente sensibilità alle tematiche di sostenibilità e dal contesto regolamentare in significativa evoluzione, la rendicontazione non finanziaria assume un ruolo importante anche per le istituzioni finanziarie. Banche, assicurazioni e società di gestione del risparmio sono distinte da un duplice ruolo nello sviluppo del concetto di sostenibilità. Sono detti, infatti, attori sistemici in grado di influenzare non solo le proprie performance ma anche quelle delle altre imprese grazie al loro potere sull'allocazione del capitale che può guidare le imprese verso modelli economici più sostenibili.

Le istituzioni finanziarie hanno, pertanto, un duplice impatto: su un versante possono guidare gli impatti diretti legati alla propria attività come il consumo energetico, la governance interna e le politiche sociali; dall'altro lato, in misura più rilevante, gli impatti indiretti dovuti alla scelte di investimento e di finanziamento. Questa responsabilità rende il ruolo della rendicontazione non finanziaria per le istituzioni finanziarie più complessa e delicata, con ruolo più rilevante e strategico nella quale è necessario indicare, non solo gli impatti diretti, ma anche quelli generati nell'intero sistema economico.

Differenti trattati appartenenti alla letteratura economica recente sottolineano le responsabilità delle istituzioni finanziarie nell'ambito della sostenibilità e dell'applicazione delle pratiche ESG, investendole del ruolo di meccanismo di trasmissione di tali pratiche a tutto il sistema economico reale. In particolare, Dirk Schoemaker (2017) sottolinea come le società del settore finanziario possano orientare i flussi di capitale verso attività sostenibili, contribuendo ad una rilevante riduzione dei rischi sistemici. In quest'ottica, la rendicontazione non finanziaria diventa un canale fondamentale per la comunicazione trasparente di tali dinamiche e per consentire una valutazione agevole da parte degli stakeholder in merito alla coerenza tra strategie dichiarate e scelte operative da parte delle istituzioni.

Un elemento caratteristico della rendicontazione non finanziaria nel settore finanziario riguarda l'integrazione dei rischi ESG all'interno dei modelli di business. Patrick Bolton e Marcin Kacperczyk (2021), mostrano come i rischi ESG si stiano progressivamente integrando all'interno dei modelli di valutazione del rischio finanziario che guidano ad esempio le scelte di credito, di investimento e di underwriting. In questo senso la rendicontazione di sostenibilità costituisce uno strumento di informazione avanzato in grado di supportare gli enti finanziari nella valutazione di nuove tipologie di rischio emergenti, migliorando l'efficienza allocativa dei mercati e creando un efficientamento sistemico.

Concretamente le istituzioni finanziarie hanno sviluppato approcci sempre più sofisticati nella rendicontazione ESG. Le banche sono tenute, ad esempio, a monitorare l'esposizione dei propri portafogli a settori con alta intensità carbonica, misurare i rischi climatici nel processo di valutazione per la concessione del credito e a comunicare nei report indicatori specifici, le banche sono tenute a comunicare obbligatoriamente, come anticipato, il proprio GAR (Green asset Ration) ossia la quota di attività finanziarie allineate alla Tassonomia europea. Le assicurazioni, dal canto loro, sono tenute

ad integrare all'interno dei modelli attuariali e nei sistemi di gestione del rischio gli scenari climatici. Anche le società di gestione del risparmio, hanno dei nuovi obblighi in tema di rendicontazione non finanziaria come quello di valutazione dei profili ESG degli asset in portafoglio e di rendicontazione dell'allineamento agli obiettivi di sostenibilità internazionali.

Sotto questo profilo la rendicontazione non finanziaria si trasforma da strumento di comunicazione a vero e proprio strumento di gestione strategica. Grazie alla rendicontazione è possibile per le istituzioni finanziarie monitorare l'esposizione ai rischi ESG, definire obiettivi concreti di sostenibilità e di integrare tali obiettivi nei processi decisionali e di orientamento strategico. Il bilancio di sostenibilità favorisce, anche, la comunicazione con gli investitori e le autorità di vigilanza, in un contesto globale progressivamente più attento alle tematiche di sostenibilità questo si traduce in un rafforzamento della fiducia nel sistema finanziario.

Anche nel contesto finanziario si conferma la relazione positiva tra la rendicontazione non finanziaria e la stabilità finanziaria. Diversi studi recenti hanno mostrato come una maggiore trasparenza ESG sia associata a una riduzione del rischio sistemico e ad un maggiore resilienza economica delle istituzioni finanziarie. Le banche che integrano ad un livello sufficiente i fattori ESG nei propri modelli di gestione del rischio tendono ad essere meno esposte a shock macroeconomici e tendono a presentare una maggiore proattività ai cambiamenti del contesto economico, ambientale e sociale (Battiston et al., 2017). Queste evidenze rafforzano la posizione secondo cui la rendicontazione non finanziaria non sia soltanto uno strumento di compliance, ma un elemento chiave per la gestione della stabilità finanziaria e un vantaggio necessario per la resistenza delle imprese nel mercato.

A latere di questi sviluppi empirici positivi, emergono, tuttavia, alcune criticità. Come anticipato nei precedenti capitoli la criticità maggiore, che mina alla potenziale centralità dell'informativa non finanziaria nella valutazione complessiva dell'impresa, riguarda la difficoltà di misurare in modo accurato gli impatti indiretti delle istituzioni finanziarie soprattutto per quanto concerne le attività di finanziamento e investimento. Tra le difficoltà di rappresentazione maggiori per le banche ci sono, ad esempio, quella di rendicontazione delle cosiddette emissioni "finanziate" (Financed Emission), ossia la quantità di emissioni delle società che la banca finanzia tramite il proprio credito. Per la misurazione di indicatori come questo è richiesta spesso l'adozione di metodologie complesse e non completamente standardizzate, che possono potenzialmente generare divergenze nei risultati limitando la comparabilità delle informazioni.

La letteratura recente suggerisce, inoltre, che la rendicontazione non finanziaria nel settore finanziario si stia evolvendo verso modelli integrati che combinano la rappresentazione di informazioni finanziarie e non in un'unica prospettiva di creazione del valore. In questo contesto si inserisce il concetto di “double materiality”, introdotto dalla normativa europea, richiede alle istituzioni finanziarie di considerare sia l'impatto dei fattori ESG sulle proprie performance sia l'impatto delle proprie attività sull'ambiente e sulla società.

L'evoluzione e la progressiva centralità del bilancio di sostenibilità nella valutazione della creazione di valore dell'impresa porta con sé l'evoluzione del sistema di rendicontazione nel suo complesso tra cui lo sviluppo di tecnologie avanzate per la raccolta e l'analisi dei dati ESG. In questo senso stanno favorendo moltissimo il progresso strumenti come l'intelligenza artificiale e il machine learning che permettono di integrare l'analisi dei big data all'interno dei sistemi di rendicontazione, consentendo una migliore qualità e tempestività delle informazioni. Queste nuove frontiere tecnologiche permettono, ad esempio, l'evoluzione in tempo reale di controversie ambientali, l'analisi di grandi volumi di dati non strutturati e lo sviluppo di modelli predittivi per il miglioramento della gestione dei rischi.

L'introduzione della CSRD e degli ESRS rappresenta la tendenza futura ad una rendicontazione non finanziaria sempre più standardizzata volta a sopperire alle criticità legate alla difficoltà di comparazione delle informazioni fornite al mercato. Tuttavia, questo obiettivo di standardizzazione auspicato richiede un impegno significativo da parte delle istituzioni sia sul fronte degli investimenti tecnologici che in termini di sviluppo di competenza interne.

La rendicontazione di sostenibilità rappresenta ad oggi per il settore finanziario un elemento centrale nella definizione delle strategie aziendali e nella gestione dei rischi. Essa si configura oltre che come strumento di trasparenza e monitoraggio, anche come fattore chiave per la stabilità del sistema finanziario e per la transizione verso uno sviluppo sistemico sostenibile. Considerate le forti evidenze che, al netto di qualche criticità, confermano l'integrazione dell'ESG e la sua rendicontazione come vantaggio competitivo, la sfida per il futuro sarà quella di superare le attuali debolezze dei sistemi di rendicontazione rendendoli sempre più affidabili, comparabili e integrati in grado di supportare decisioni informate orientando i flussi di capitale verso attività sostenibili.



## 4.2 ESG e regolamentazione finanziaria europea

Di recente, il quadro normativo europeo in materia di sostenibilità ha subito una profonda evoluzione orientata alla trasformazione del ruolo delle istituzioni finanziarie nel processo di transizione verso un sistema economico sostenibile. L'Unione Europea ha progressivamente costruito un sistema regolamentare volto all'integrazione della sostenibilità all'interno dei mercati finanziari, con l'obiettivo di migliorare e incentivare il flusso di capitali verso le attività sostenibili.

Uno dei fondamenti di questo sistema è il Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), entrato in vigore nel Marzo 2021. Il Regolamento introduce degli obblighi di trasparenza per gli attori dei mercati finanziari e per i consulenti finanziari in merito all'integrazione dell'ESG nei processi decisionali di investimento. Nello specifico all'interno del regolamento vengono distinte tre tipologie di prodotti finanziari: quelli che non integrano caratteristiche sostenibili (art.6), quelli che promuovono iniziative ambientali o sociali (art.8) e quelli che perseguono obiettivi di investimento sostenibile (art.9). la classificazione ha stimolato nelle istituzioni finanziarie l'integrazione strutturata dei criteri ESG nei prodotti di investimento e nelle strategie.

L'SFRD prevede, inoltre, obblighi specifici in materia di "Principal Adverse Impacts" (PAI), ossia la rappresentazione degli impatti negativi delle scelte di investimento sui fattori di sostenibilità. Le istituzioni sono tenute a rendicontare tali impatti attraverso l'uso di indicatori standardizzati che riguardano i tre ambiti dell'ESG. Questa evoluzione porta con sé un grosso cambiamento rispetto ai modelli tradizionali, introducendo una prospettiva di responsabilità dell'impresa che si estende oltre i confini dell'azienda. Il nuovo concetto di responsabilità non riguarda più solo il rischio per l'impresa ma anche quali impatti ha l'impresa sul contesto esterno.

Parallelamente all'SFDR, un altro elemento centrale nell'evoluzione del sistema regolatorio europeo in tema di sostenibilità è rivestito dal Regolamento (UE) 2020/852, noto come Tassonomia Europea. Questo regolamento definisce una classificazione delle attività economiche sostenibili basata su criteri scientifici. Secondo la Tassonomia UE un'attività è considerata sostenibile se contribuisce in maniera sostanziale ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali riportati nel regolamento (ad esempio la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici), senza arrecare danni al raggiungimento di altri obiettivi ("Do No Significant Harm") e garantendo il livello minimo di salvaguardia sociale.

La Tassonomia rappresenta la risposta regolamentare al fenomeno del greenwashing, poiché introduce criteri oggettivamente verificabili per la valutazione delle attività sostenibili dichiarate nell'informativa da parte dell'azienda. Il regolamento si applica trasversalmente sia alle imprese soggette agli obblighi di rendicontazione non finanziaria, che ai partecipanti ai mercati finanziari che hanno l'obbligo di comunicare la quota di attività in portafoglio allineate alla Tassonomia. Nell'ambito bancario questi obblighi regolamentari si traducono, ad esempio, nel calcolo del GAR (Green Asset Ratio), ossia l'indicatore di misurazione della percentuale di attività finanziarie allineate alla tassonomia sul totale attività in portafoglio.

Un ulteriore svolta dal punto di vista normativo riguarda l'integrazione dei rischi ESG nella vigilanza prudenziale. In questo contesto, alcune delle autorità di vigilanza europee, tra cui l'European Banking Authority (EBA), hanno emanato linee guida in merito all'integrazione dei rischi ESG nei sistemi di valutazione del rischio delle istituzioni finanziarie. Le "Guidelines on loan origination and monitoring" (EBA, 2020) impongono alle banche di considerare i rischi ESG nei processi di concessione del credito e di monitoraggio dei prestiti.

Contestualmente, la BCE (European Central Bank) nel 2020 ha pubblicato la "Guide on climate-related and environmental risks", che dichiara le aspettative di vigilanza per le banche considerate significative dell'area euro. Il documento richiede alle istituzioni finanziarie di integrare la sostenibilità all'interno dei processi di valutazione del rischio e nei modelli di governance. Invita, anche, le banche a sottoporsi a stress test i cui scenari includano scenari climatici estremi al fine di valutare l'effettivo impatto dei rischi ESG sul profilo di rischio complessivo.

L'European Securities and Markets Authority (ESMA) ha fornito il suo contributo allo sviluppo normativo, promuovendo linee guida sulla trasparenza delle informazioni che riguardano la sostenibilità al fine di contribuire alla prevenzione del greenwashing. A questo scopo, l'ESMA ha sottolineato la centralità delle informazioni fornite agli investitori e considerandone l'importanza evidenzia come sia necessario che tali informazioni siano chiare, accurate e non fuorvianti, unica garanzia per rafforzare la fiducia nei mercati finanziari.

L'evoluzione normativa europea si inerte in un contesto in cui la sensibilità ai temi di sostenibilità è in progressiva crescita e con lei anche l'attenzione alle lacune normative. Per questo il quadro regolamentare è ancora in fase di consolidamento, presentando ancora alcune criticità. La complessità

normativa e la continua evoluzione del contesto regolamentare, comporta oneri significativi di adeguamento per le imprese e istituzioni finanziarie. In secondo luogo, la presenza di diversi livelli di dettaglio della normativa di numerosi atti delegati rischia di generare incertezza interpretativa.

In ottica futura, è possibile prevedere alcune tendenze normative. La principale previsione riguarda l'estensione dell'ambito di applicazione delle normative ESG e il rafforzamento degli obblighi di disclosure. L'introduzione della CSRD e degli standard ESRS sancisce un passo fondamentale in questa direzione, poiché mira a migliorare la qualità, la comparabilità e la credibilità delle informazioni non finanziarie. Inoltre, possiamo supporre che ci sarà una tendenza di allineamento crescente tra la normativa europea e quella internazionale al fine di favorire la comparabilità delle informazioni sui mercati globali.

Un'altra tendenza rilevante rinvenibile nel contesto della sostenibilità riguarda, come anticipato, l'integrazione dei rischi ESG nella regolamentazione prudenziale. Le autorità di vigilanza stanno lavorando alla progettazione di strumenti di misurazione dei rischi ESG sempre più accurati e innovativi da inserire anche all'interno degli stress test. Questo favorirà una sempre maggiore integrazione tra finanza sostenibile e stabilità finanziaria.

Quello che rende innovativa la tematica della sostenibilità è anche il suo profilo tecnologico, le istituzioni europee stanno, pertanto, investendo grosse somme in questo senso favorendo l'accesso a dati e la diffusione delle informazioni ESG tramite infrastrutture digitali. Questo sviluppo può contribuire alla riduzione delle asimmetrie informative e al conseguente efficientamento dei mercati finanziari.

Il quadro normativo europeo in materia ESG è uno dei più avanzati a livello globale e svolge un ruolo di driver nella trasformazione del sistema finanziario. Attraverso regolamenti e normative come il SFDR, la Tassonomia UE e le linee guida delle autorità di vigilanza l'Unione Europea si è strutturata in modo da porre le basi per un'integrazione strutturale e concreta della sostenibilità nei mercati finanziari che guidi le scelte di investimento in maniera responsabile. Il percorso di miglioramento del contesto normativo è ancora in atto con solide basi e prospettive di miglioramento delle lacune evidenziate.

### **4.3. Analisi dei bilanci non finanziari delle principali società quotate del settore finanziario: Intesa San Paolo, Poste Italiane e Generali**

Al fine di applicare le valutazioni effettuate nei capitoli precedenti ad alcune delle istituzioni finanziarie di maggior peso nel contesto nazionale, è stata effettuata un'analisi comparativa tra gli ultimi report disponibili delle tre società in esame: Intesa San Paolo, Poste Italiane e Generali.

L'analisi comparativa che abbiamo condotto in questo paragrafo attraverso il confronto e l'analisi delle informative non finanziarie e dei documenti ESG di Intesa San Paolo, Poste Italiane e Generali evidenzia una progressiva integrazione della sostenibilità nei modelli di business sebbene con delle differenze dovute al settore di appartenenza e al ruolo strategico attribuito ai fattori ESG.

Intesa San Paolo presenta un approccio ESG fortemente integrato nei sistemi di gestione del rischio. La sostenibilità è considerata parte integrante del framework di risk management e non come componente separata e accessoria nella valutazione del rischio. Intesa San Paolo, in tale ottica, riveste di grande importanza i rischi climatici e quelli sociali considerandone non solo gli impatti interni ma anche gli effetti generati sulle controparti e sugli stakeholder, incidendo su variabili come qualità del credito, profilo reputazionale e stabilità finanziaria. Questo aspetto ci porta a considerare come nel settore bancario l'ESG assuma un ruolo prudenziale, prevalentemente, fungendo da strumento utile alla riduzione del rischio con l'obiettivo di preservare la redditività nel medio-lungo periodo.

Sul versante opposto, Poste Italiane si presenta con un modello in cui la sostenibilità è fortemente connessa alla creazione di valore economico e operativo. Le iniziative ESG, integrate nel piano strategico, si accompagnano a risultati quantitativi rilevanti e in crescita: durante il primo semestre del 2025 la società registra ricavi pari a 6,5 miliardi di euro (+4,8%), un EBIT adjusted di 1,66 miliardi (+11,5%) e un utile netto di 1,17 miliardi (+14%). In parallelo ai risultati operativi e reddituali il gruppo sviluppa iniziative ambientali come la riduzione delle emissioni, l'inserimento di veicoli all'interno della flotta a basse emissioni, l'utilizzo di biocarburanti. Ancora, in ambito sociale il gruppo svolge iniziative sulla formazione dei dipendenti, digitalizzazione dei servizi e inclusione territoriale. Sul fronte della governance possiamo evidenziare il rafforzamento dei sistemi di controllo e compliance. L'integrazione della sostenibilità risulta quindi direttamente collegata alla crescita dei ricavi e alla diversificazione del business suggerendo un impatto più diretto sulla redditività rispetto al caso del settore bancario. Occorre, anche, sottolineare che Poste Italiane nel 2025 è stato decretato

tra i vincitori del premio “Bilancio di sostenibilità” premio del Corriere della Sera, evidenziando quindi un’attenzione alla qualità della rendicontazione non finanziaria da parte del gruppo.

Nel caso di Generali, l’approccio ESG risulta fortemente orientato alla dimensione strategico-finanziaria. Il gruppo presenta punteggi ESG molto elevati nel settore posizionandosi come leader di sostenibilità a livello internazionale (ad esempio 91/100 secondo LSEG e percentile del 97% nella Corporate Sustainability Assessment). L’integrazione dell’ESG all’interno del modello di business per il gruppo si traduce in politiche di investimento sostenibile con oltre 13 miliardi di euro impiegati in investimenti green, una riduzione significativa dell’intensità carbonica del portafoglio (-51%) e lo sviluppo di prodotti assicurativi con crescita dei premi (+12,3% CAGR). In questa fattispecie la sostenibilità agisce come leva competitiva e di consolidamento della posizione sul mercato, favorendo la crescita dei volumi assicurativi incidendo, quindi, più in un’ottica di lungo periodo che su indicatori di breve periodo.

Il confronto tra i tre casi sostiene, quindi, la tesi secondo cui l’impatto dell’ESG non sia uniforme su tutto il sistema economico, ma come esso dipenda da una serie di componenti tra cui il settore in cui opera l’impresa. Nel settore bancario l’ESG si presenta principalmente come strumento di gestione e mitigazione del rischio; nel settore della logistica/finanza riveste un ruolo più diretto nella generazione di risultati reddituali e operativi in crescita; mentre nel settore assicurativo si configura come leva strategica di lungo periodo e strumento di consolidamento del posizionamento competitivo che favorisce investimenti sostenibili e sviluppo di nuovi prodotti.

L’ESG non sempre incide in maniera lineare sulla redditività, ma agisce attraverso differenti canali a seconda delle caratteristiche proprie della singola impresa: riduzione del rischio, crescita dei ricavi e rafforzamento reputazionale. Questo arricchisce ancora di più il concetto di sostenibilità, evidenziandone il carattere multidimensionale e la capacità di influenzare simultaneamente differenti aspetti nella vita dell’impresa.

<b>Impresa</b>	<b>Approccio ESG prevalente</b>	<b>Modalità di integrazione</b>	<b>Evidenze dai report</b>	<b>Effetto principale dell'integrazione ESG</b>	<b>Implicazioni economico-finanziarie</b>
Intesa San Paolo	Risk-based ESG integration	ESG integrato nel framework di Risk Management (credito, reputazione, climate risk)	Inclusione dei rischi ESG nei processi decisionali, attenzione ai settori sensibili e agli impatti su stakeholder	Riduzione del rischio	Maggiore stabilità finanziaria, miglior qualità del credito, minore esposizione a rischi sistemici
Poste Italiane	Operational & growth-driven ESG	ESG integrato nel Piano Strategico e nei processi operativi (logistica, energia, servizi)	Crescita ricavi (+4,8%), EBIT (+11,5%), utile netto (+14%); investimenti in flotta green, digitalizzazione e servizi sostenibili	Crescita economica e operativa	Incremento della redditività, diversificazione del business, creazione di valore nel breve-medio periodo
Generali	Strategic & market positioning ESG	ESG integrato nelle strategie di investimento, prodotti assicurativi e posizionamento competitivo	Elevati ESG rating (es. LSEG 91/100), investimenti sostenibili (circa €13,9 mld), riduzione emissioni (-51,1%)	Rafforzamento competitivo e reputazionale	Maggiore attrattività per gli investitori, crescita premi assicurativi (+12,3% CAGR), creazione di valore nel lungo periodo

Tabella 2 - Tabella analisi comparativa

Nella tabella sono chiaramente evidenziati i differenti approcci delle tre società all'integrazione ESG nel modello di business e gli impatti differenziati che comportano. Un impatto che tocca prevalentemente i processi di gestione del rischio per Intesa, implicando una minore esposizione ai rischi sistemici e al rischio percepito dal mercato con conseguente riduzione del costo del capitale. Nel caso di Poste vediamo un approccio più orientato all'efficientamento dei processi operativi tramite la riduzione delle emissioni e l'abbattimento dei costi produttivi con un migliore risultato operativo e le implicazioni reddituali connesse. Nel caso di Generali un approccio orientato alla

stabilizzazione di lungo periodo nel mercato, alla creazione di attrattività per gli investitori grazie a ottimi punteggi ESG nei ranking globali.

Seppur l'analisi condotta sia di carattere prevalentemente qualitativo, l'integrazione dei principali indicatori quantitativi rinvenuti nei report consente di supportare empiricamente le evidenze emerse a sostegno delle teorie secondo cui l'impatto dell'ESG nel contesto aziendale si manifesti attraverso dinamiche differenti tra rischio, crescita e posizionamento competitivo.

#### **4.4 Analisi empirica dell'integrazione ESG: il caso Amundi**

L'analisi empirica che vedremo in questo paragrafo si propone di esaminare il modello di integrazione dei fattori ESG adottato da Amundi, al fine di comprendere nel complesso con quali strumenti e metodologie la sostenibilità venga integrata nei processi decisionali e quali effetti produca sulle dinamiche operative e, di riflesso, sui risultati economico-finanziari. Nel paragrafo precedente abbiamo svolto delle analisi su grandi player italiani che ci hanno aiutato a comprendere a fondo quanto osservato nei precedenti capitoli: quali e quante tipologie di approcci all'ESG esistono e come questi differenti approcci impattino sulla vita delle imprese in maniera differente. Il presente paragrafo si basa su un caso specifico, strutturando l'analisi su dati, metriche e sistemi di valutazione effettivamente utilizzati da un grande operatore del mercato finanziario come Amundi SGR.

Amundi SGR è uno dei principali operatori del risparmio gestito nel contesto nazionale, parte del gruppo internazionale Amundi, controllato da Credit Agricole. Nella mission aziendale la società si dichiara orientata alla creazione di valore sostenibile di lungo periodo, obiettivo perseguito attraverso l'integrazione dei criteri ESG nei processi di investimento. L'etica si traduce in diverse iniziative come un'integrazione ESG presente in quasi tutti i processi di investimento, comportando analisi ambientali, sociali e di governance sulle imprese in cui investe. Ancora, Amundi applica politiche etiche come: esclusioni settoriali (armi controverse o violazioni gravi), valutazioni ESG proprietarie e monitoraggio continuo sulle tematiche sensibili degli emittenti. Uno degli aspetti più importanti in cui si declina la mission e l'etica della società è quello dell'engagement e voto attivo, Amundi costruisce una relazione di dialogo continuo con le aziende partecipate, esercita i propri diritti di voto (shareholder activism) e pressioni rispetto a temi rilevanti come cambiamento climatico, governance e rispetto dei diritti umani. Amundi non si limita a selezionare investimenti ma influenza il comportamento delle imprese in cui investe, vivendo quindi in maniera attiva il ruolo di change maker sistemico.

Amundi è caratterizzato dall'integrazione della sostenibilità nel modello di business sin dalla sua costituzione nel 2010. L'investimento sostenibile costituisce uno dei pilastri fondanti della strategia aziendale, ponendo l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo mettendo a sistema sia le variabili finanziarie che i fattori ambientali, sociali e di governance. Alla base di questo aspetto si trova il concetto di doppia materialità, che consente di valutare in maniera simultanea sia gli impatti dell'ESG sul valore dell'impresa che l'impatto delle attività economiche sui fattori ESG.

Sul versante operativo, l'integrazione ESG di Amundi SGR, si struttura in un sistema di valutazione e analisi degli investimenti quantitativamente verificabile e misurabile. Il modello sviluppato dalla società si fonda su un framework proprietario che utilizza 38 criteri ESG, di cui 17 trasversali e 21 caratteristici del settore, per valutare le imprese, guidando il processo di valutazione tramite la combinazione di dati provenienti da driver esterni come MSCI, Sustainalytics e Rep Risk, con analisi quantitative svolte internamente. I criteri e le analisi svolte durante i processi di valutazione delle imprese vengono ponderati al settore di appartenenze dell'azienda valutata in modo da rendere comparabili i risultati tra aziende del medesimo settore.

Il processo di valutazione si articola in diverse fasi che portano all'attribuzione di un rating ESG su scala da A a G, dove A rappresenta le migliori pratiche di sostenibilità e G le peggiori. I punteggi sono normalizzati attraverso metodologie statistiche, ad esempio Z-score, che consentono di confrontare la performance ottenuta con le medie del settore. Questa struttura decisionale porta ad avere un sistema di valutazione che non si limita a produrre una classificazione relativa, ma consente di misurare, anche, la distanza rispetto agli standard di mercato fornendo un supporto concreto ai processi decisionali.

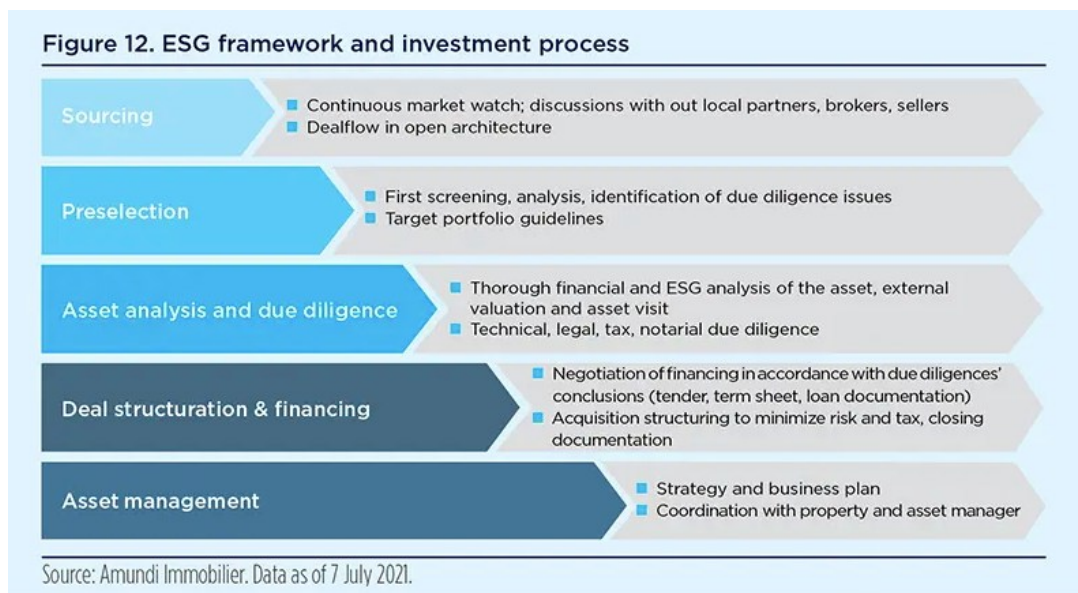


Figura 7 - Processo di valutazione delle imprese ai fini dell'inserimento in portafoglio di Amundi

Fonte: Amundi Immobilier, 2021

Un ulteriore elemento rilevante nell'analisi della sostenibilità in Amundi riguarda il fatto che per policy di gruppo la maggior parte dei fondi gestiti deve mantenere un rating ESG superiore a quello

del benchmark del mercato di riferimento. Questa impostazione sancisce una relazione diretta tra metriche ESG e composizione dei portafogli. Le imprese che a seguito del processo di valutazione risultano avere rating più elevati hanno una maggiore probabilità di essere inclusi nei portafogli, mentre quella con rating più basso vengono progressivamente escluse. Questo denota una logica di gestione del capitale non indipendente rispetto alla componente ESG ma, al contrario, sistematicamente orientata verso imprese con migliori performance di sostenibilità.

Dal punto di vista ambientale, Amundi utilizza indicatori quantitativi avanzati per la valutazione del rischio climatico, categorizzando i rischi in rischi fisici e rischi di transizione. Le principali variabili considerate sono le emissioni di CO<sub>2</sub>, l'esposizione ad attività fortemente esposte all'utilizzo di carbonio, l'allineamento delle iniziative e dei risultati a quelli che sono gli obiettivi climatici internazionali e il Transition Score che rappresenta la capacità di adattamento delle imprese rispetto ad un'economia a basse emissioni. In questo modo quello che viene valutato da Amundi nei processi di valutazione ai fini dell'inserimento in portafoglio, non è solo il livello attuale di integrazione ESG delle imprese in esame ma anche quella che è la loro prospettiva futura.

Amundi risulta impegnato anche sul piano sociale e di governance inserendo all'interno dei processi di valutazione anche indicatori che riguardano questi due aspetti. Gli indicatori utilizzati nella valutazione variano a seconda del settore, applicando il principio di materialità. Come rappresentato nell'intervista condotta - Appendice 1 – gli indicatori considerati di maggior rilevanza strategica dipendono dal settore della società. Nel settore delle comunicazioni la responsabilità del prodotto e nei confronti del cliente ha un peso che può arrivare fino al 30%; mentre, nel settore Real Estate, ad esempio, può avere un peso del 30% la componente che riguarda il fattore Green Business, ossia la capacità di progettare soluzioni immobiliari a basso impatto ambientale. Il sistema di valutazione non presenta caratteristiche di staticità ma, al contrario, risulta dinamico e pronto a riflettere le specificità e le evoluzioni di tutti i contesti industriali.

Amundi detiene un sistema di monitoraggio delle controversie ESG strutturato, che attraverso l'esamina delle controversie e degli eventi rilevanti assegna un punteggio da 1 a 5 in funzione della gravità delle controversie. Le imprese che hanno punteggi elevati possono, a seconda dei casi, subire una modifica del rating o nei più gravi essere escluse dal mondo investibile. Questo aspetto permette di integrare nel processo di valutazione anche informazioni qualitative migliorando la capacità del sistema di riflettere globalmente le realtà operative.

Vediamo di seguito riassunti in una tabella i principali dati ESG di Amundi nel 2025 (ultimo report disponibile)

<b>Indicatore</b>	<b>Valore</b>	<b>Descrizione</b>
Asset Gestiti ESG	Circa 983 miliardi	Quota di patrimonio gestita secondo i criteri ESG
Emittenti analizzati	>20.000	Numero di aziende e Stati valutati con rating ESG proprietari
Integrazione ESG nei fondi attivi	100%	La totalità dei fondi attivi open-ended integrano criteri ESG
Fondi ad impatto (Impact investing)	Circa 20 miliardi	Investimenti che presentano obiettivi sociali e ambientali misurabili
ETF/fondi passivi ESG	Circa 40%	Quota di strumenti passivi classificati ESG
Rating PRI (2025) – Principles for Responsible Investment sostenuti dalle nazioni Unite	5 stelle in 11 moduli e nei restanti 4 stelle	Valutazione sopra la media globale nei moduli PRI

*Tabella 3 - Elaborazione dati ESG Amundi (2025)*

*Fonte: PRI Assessment Amundi, 2025*

L'integrazione ESG nel modello Amundi produce effetti misurabili in maniera diretta sui processi operativi e decisionali. In particolare incide su:

- Selezione degli emittenti
- Ponderazione degli asset nei portafogli
- Definizione dei vincoli di investimento
- Gestione del rischio

Questi effetti possono essere letti come variabili intermedie che influenzano, in maniera indiretta i risultati economico-finanziari. Come emerge anche dall'intervista – Appendice 1 -, per il modello di integrazione ESG di Amundi, l'impatto della sostenibilità sui risultati reddituali non è immediato, ma produce effetti nel lungo periodo attraverso una serie di variabili come il miglioramento della qualità degli investimenti e la capacità di anticipare e strutturarsi per contrastare i rischi di sostenibilità vantando vantaggi competitivi nei confronti dei competitors.

Un esempio significativo di questo aspetto riguarda, ad esempio, la gestione dei rischi climatici: le imprese che operano in settori, come quello energetico, sono fortemente esposte ai rischi fisici e possono subire rilevanti impatti sulla capacità produttiva in caso di eventi climatici estremi e non prevedibili. La capacità di tali imprese nel prevedere gli effetti di tali eventi e conseguentemente sviluppare strategie di adattamento rappresenta un elemento chiave nella valutazione degli investimenti. Per questa ragione, l'analisi e il rating ESG delle imprese prima di essere inserite nei portafogli di investimento di Amundi, supportano l'individuazione in anticipo di potenziali criticità che potrebbero tradursi in perdite economiche, migliorando la resilienza dei portafogli di investimento.

Dal punto di vista della creazione di valore per gli azionisti, l'intervista sottolinea come una gestione efficace dei rischi e delle opportunità ESG consenta di proteggere gli investimenti degli azionisti e consolidarne il rapporto, il che si traduce in performance economiche e finanziarie più stabili nel tempo.

Come abbiamo sottolineato anche nei capitoli precedenti l'integrazione della sostenibilità, spesso, richiede alle aziende grossi investimenti in termini di infrastrutture tecnologiche e know-how interno. Amundi ha sviluppato strumenti avanzati di portfolio management che integrano nelle valutazioni tradizionali dati ESG in tempo reale, consentendo ai gestori di prendere decisioni informate e coerenti con i vincoli normativi e dettati dalle policy di gruppo. L'apparato tecnico ESG in Amundi è composto da circa 70 specialisti a livello globale che si occupano di Responsible Investment, il che evidenzia la forte rilevanza strategica attribuita alla tematica all'interno dell'organizzazione.

L'analisi empirica del caso Amundi dimostra come l'integrazione ESG può essere strutturata in un sistema di metriche, modelli e processi decisionali in grado di influenzare concretamente l'allocazione del capitale. L'impatto sui risultati finanziari in alcuni approcci di integrazione ESG può non essere diretto e immediato, ma emerge attraverso meccanismi intermedi come la selezione degli investimenti, la gestione del rischio e la qualità complessiva dei portafogli. Il caso Amundi conferma che l'ESG nel settore del risparmio gestito rappresenta una leva strategica di lungo periodo, capace di coniugare sostenibilità, redditività e creazione di valore.

#### **4.5 Sintesi critica dei risultati empirici e implicazioni dell'integrazione ESG**

L'analisi empirica elaborata nel presente capitolo ha consentito di applicare a casistiche concrete le modalità con cui l'integrazione dei fattori ESG si traduce in effetti operativi ed economico-finanziari in imprese appartenenti a settori differenti. A differenza di quanto evidenziato nelle teorie generalizzate e trattate nei capitoli precedenti, l'analisi condotta ha permesso di verificare come l'impatto della sostenibilità abbia diverse forme di manifestazione in funzione del modello di business, del contesto competitivo e del ruolo dell'impresa nel sistema economico.

L'analisi comparativa svolta tra Intesa San Paolo, Poste Italiane e Generali ci ha permesso di identificare tre distinti modelli di integrazione ESG, ciascuno dei quali è caratterizzato da specifiche modalità di sviluppo e implementazione e comporta effetti differenti sulla vita dell'impresa. Nel settore bancario, rappresentato dall'istituto Intesa Sanpaolo, l'ESG funge principalmente da strumento di gestione del rischio e viene integrato nei processi di valutazione del credito e di monitoraggio e valutazione dei rischi climatici e reputazionali. In questa declinazione l'impatto della sostenibilità si manifesta prevalentemente in termini di stabilità finanziaria e miglioramento della qualità degli asset, piuttosto che attraverso effetti diretti sulle performance reddituali.

Nel caso Poste Italiane, invece, l'integrazione ESG si configura con impatti diretti sulla creazione di valore operativo. L'analisi dei dati evidenzia una correlazione positiva tra l'adozione di pratiche sostenibili e la crescita dei principali indicatori economici, suggerendo, quindi, che la sostenibilità possa in alcuni contesti avere impatti diretti sui risultati economici e reddituali fungendo da driver di innovazione, efficienza e sviluppo di servizi innovativi. Sotto questo profilo l'ESG assume una prospettiva dinamica e orientata alla creazione di valore di breve-medio periodo.

Nel settore assicurativo, abbiamo analizzato il caso Generali dove viene evidenziato un approccio strategico alla sostenibilità orientato al rafforzamento del posizionamento competitivo e alla creazione di valore nel lungo periodo. L'elevato livello di integrazione ESG, supportato dalla verifica dei rating internazionali e dagli investimenti sostenibili, contribuisce a migliorare la reputazione dell'impresa e la sua attrattività nei confronti del mercato configurandosi come vantaggio competitivo nel settore.

L'analisi del caso Amundi ha ulteriormente arricchito il quadro generale, identificando un modello di integrazione ESG avanzato e all'avanguardia rispetto al contesto internazionale. Nel settore del

risparmio gestito la sostenibilità rappresenta oltre che un fattore di supporto alle decisioni anche il nucleo centrale dei processi di investimento. L'utilizzo di modelli quantitativi proprietari che si fondano su criteri ESG strutturati e sistemi di rating comparabili consentono la traduzione della sostenibilità in variabili operative che impattano in maniera diretta l'allocazione del capitale.

In questo ambito l'impatto dell'ESG sulle performance economico-finanziarie si manifesta attraverso meccanismi indiretti ma molto rilevanti. Il processo di selezione degli investimenti sulla base dei criteri ESG determina una maggiore predisposizione all'inserimento nei portafogli di investimento di società caratterizzate da modelli di business più resilienti e sostenibili, contribuendo ad una migliore qualità complessiva degli investimenti. Questa dinamica evidenzia come la sostenibilità operi come filtro decisionale, capace di orientare le decisioni dei gestori e influenzare la struttura dei mercati.

Un elemento rilevante emerso da tutte le analisi è rappresentato dalla crescente importanza delle metriche quantitative nella valutazione della sostenibilità. Nei casi esaminati, con intensità differenti, l'ESG viene tradotto in indicatori quantitativi misurabili e integrati nei sistemi di monitoraggio e nei processi decisionali. Questa evoluzione da una dimensione di partenza prevalentemente qualitativa a una sempre più quantitativa rappresenta uno degli sviluppi più significativi nel campo della finanza sostenibile, garantendo una maggiore comparabilità e trasparenza delle informazioni.

L'analisi evidenzia anche alcune criticità e sfide per il futuro. In prima istanza, la mancanza di una standardizzazione completa delle metriche ESG genera difficoltà nel confronto tra imprese e settori, limitando le scelte di investimento alternative e le analisi comparative. In secondo luogo, la disponibilità dei dati e delle informazioni misurabili rappresentano ancora un elemento critico, soprattutto per quanto riguarda le dimensioni sociali e di governance. Queste risultano ancora difficilmente traducibili in termini quantitativi, comportando difficoltà nella valutazione oggettiva degli apporti alla creazione di valore delle iniziative concernenti questi due ambiti.

Un ulteriore elemento critico riguarda il rischio che ci si focalizzi eccessivamente sui tentativi di traduzione dei risultati ESG in termini quantitativi laddove la dimensione qualitativa risulta fondamentale. Anche se la misurabilità delle informazioni ESG rappresenta uno degli aspetti fondamentali ai fini dell'integrazione nei processi aziendali, alcuni aspetti della sostenibilità, soprattutto per quanto riguarda gli ambiti sociale e di governance risultano difficilmente quantificabili

e necessitano una parte di interpretazione che rimanga qualitativa al fine di essere valutati correttamente.

Dal punto di vista delle prospettive future per il settore finanziario, l'analisi suggerisce che il ruolo dell'ESG nei processi aziendali e finanziario sia destinato a rafforzarsi ulteriormente. La tendenza normativa di ampliare il numero di soggetti tenuti alla rendicontazione non finanziaria, l'aumento della sensibilità e della richiesta degli investitori sul tema e la crescente rilevanza dei rischi climatici e sociali contribuiranno a rendere la sostenibilità ancora più centrale e un driver della pianificazione strategica delle aziende. Si prevede, soprattutto, una maggiore integrazione tra le informazioni finanziarie e non finanziarie evitando che queste vengano presentate al mercato come abiti separati, grazie allo sviluppo di modelli di reporting sempre più integrati.

I risultati empirici portano all'attenzione come l'integrazione della sostenibilità rappresenti un fenomeno complesso e multidimensionale, il cui impatto varia significativamente a seconda di una serie di fattori tra cui, i più rilevanti sono: contesto settoriale e modello di business. La sostenibilità risulta però, in maniera uniforme e trasversale su tutti i casi analizzati, seppur declinandosi con forme differenti e portando con sé impatti di differente natura, una leva strategica in grado di contribuire in maniera significativa alla trasformazione dei sistemi economici e finanziari contemporanei.

Riassumiamo le analisi empiriche svolte nei cinque punti cardine:

- Eterogeneità degli approcci ESG

L'integrazione della sostenibilità non si presenta come modello uniforme ma varia in funzione del settore e del modello di business, assumendo configurazioni diverse e procurando impatti diversi tra cui riduzione del rischio, leva di crescita e strumento di posizionamento strategico.

- Centralità dei processi decisionali

L'ESG può incidere in maniera diretta sui processi operativi, come visto nel caso Amundi, guidando la selezione degli investimenti, definendo la costruzione del portafogli e impattando la gestione del rischio.

- Impatto prevalentemente indiretto sulla performance

Gli effetti dell'integrazione ESG sui risultati economico-finanziari, nella maggioranza dei casi, non si manifestano in modo immediato e diretto, ma attraverso meccanismi di

intermediazione come il miglioramento della qualità degli investimenti, la riduzione dell'esposizione ai rischi e il miglioramento reputazionale.

- Crescente rilevanza delle metriche quantitative

L'evoluzione dei sistemi di valutazione ESG evidenzia un progressivo desiderio di trasformazione dell'approccio qualitativo a modelli sempre più quantitativi e strutturati, che consentono di integrare in maniera più agevole le valutazioni ESG nei processi e nei sistemi aziendali.

- ESG come leva strategica di lungo periodo

Nel complesso e in maniera trasversale rispetto alle evidenze empiriche, l'ESG si configura come fattore chiave nella creazione di valore sostenibile, contribuendo a rafforzare la resilienza delle imprese e delle istituzioni finanziarie e ad una trasformazione sistemica verso modelli economici più sostenibili grazie all'allocazione del capitale verso modelli di business più sostenibili.

#### **4.6 Limiti e sviluppi futuri dell'integrazione ESG e della rendicontazione non finanziaria**

L'analisi empirica condotta nel capitolo 4 ha evidenziato come l'integrazione dei fattori ESG rappresenti un fenomeno ormai centrale nei modelli aziendali e finanziari. Grazie all'osservazione diretta e all'analisi comparativa condotte nel presente capitolo è, tuttavia, possibile individuare una serie di limiti che caratterizzano l'attuale fase di progresso della sostenibilità, evidenziando allo stesso tempo possibili percorsi evolutivi e correttivi.

Come accennato, un primo limite importante riguarda la non piena standardizzazione delle metriche ESG. Nonostante i tentativi istituzionali e normativi come le recenti introduzioni della normativa europea e le iniziative di standardizzazione, persistono consistenti differenze nei criteri di valutazione adottati dai diversi operatori. L'utilizzo di modelli proprietari per la valutazione ESG delle imprese, come nel caso di Amundi, consente una maggiore aderenza alle specificità settoriali, ma introduce nel sistema anche un elemento di eterogeneità che rende complesso il confronto tra imprese e strumenti finanziari. Questo aspetto rappresenta, soprattutto per gli investitori, un aspetto critico perché rende difficile la comparabilità e si trovano spesso a confrontarsi con rating ESG non pienamente confrontabili.

Un secondo elemento critico riguarda la qualità e la disponibilità dei dati, in particolare per quanto riguarda le dimensioni ESG sociale e di governance. Mentre gli indicatori ambientali risultano più adatti alla configurazione quantitativa e risultano sempre più strutturati e misurabili, le componenti sociali sono ancora caratterizzate da un alto grado di soggettività. Questo comporta il rischio che alcune dimensioni della sostenibilità vengano sottorappresentate limitando quindi la valutazione dell'impresa e influenzando una minore efficacia comunicativa della rendicontazione non finanziaria.

Un altro limite, emerso in maniera tacita anche dalle analisi dei casi studio, è rappresentato dalla difficoltà di cogliere in maniera evidente e diretta la relazione tra l'ESG e i risultati economico-finanziari. Come abbiamo potuto osservare durante le analisi empiriche dei casi studio effettuate, la sostenibilità incide in maniera chiara sui processi decisionali e sulla gestione del rischio, nonostante questo il suo impatto risulta nella gran parte dei casi mediato da alcune variabili e differito nel tempo. Questo rende difficoltosa la misurazione del valore generato effettivamente dall'ESG e rischia di costituire un ostacolo all'integrazione dell'ESG perché le realtà soprattutto di dimensioni contenute rischiano di sottostimarne l'impatto e considerare l'integrazione dell'ESG un onere ingiustificato.

Da un punto critico, è possibile osservare come la crescente formalizzazione dei sistemi ESG rischi di generare una sorta di “tecnicizzazione” della sostenibilità. L’elevato livello di dettaglio che sta progressivamente caratterizzando le informazioni non finanziarie può rischiare di creare delle distanze tra le informazioni e gli stakeholder che ne costituiscono l’utenza. Pur migliorando la capacità analitica il rischio è che le informazioni siano disponibili ma eccessivamente complesse per la comprensione degli investitori.

Negli ambiti dove l’integrazione ESG è forte il rischio è che si sviluppino fenomeni di greenwashing evoluto, assumendo forme più sofisticate. La presenza di metriche avanzate e di sistemi di rating ben articolati non elimina il rischio che le informazioni vengano utilizzate in modo selettivo o con finalità non consone. Questo rende necessario che l’integrazione dell’ESG e l’evoluzione dei sistemi sia accompagnata da un rafforzamento della regolamentazione ma anche degli strumenti di verifica e della capacità critica degli investitori.

Accanto ai limiti si possono tracciare importanti percorsi di sviluppo futuro. In primo piano possiamo notare la tendenza di integrazione dei reporting di sostenibilità, dove le informazioni finanziarie e non finanziarie tendono a convergere. Questa tendenza potrebbe contribuire a superare la separazione tra sostenibilità e performance economica, favorendo una visione globale della creazione di valore dell’impresa trasversale su tutti gli ambiti.

L’evoluzione tecnologica è un altro fenomeno di grande impatto per il futuro dell’ESG. L’utilizzo di strumenti avanzati di analisi dei dati, intelligenza artificiale e piattaforme digitali potrà migliorare in maniera significativa l’analisi dei dati garantendo una migliore traduzione degli stessi all’interno dei sistemi di valutazioni rendendoli più accurati, dinamici e tempestivi nella presentazione delle informazioni.

Dal mio punto di vista, quello che è da considerare molto rilevante ai fini dello sviluppo futuro della sostenibilità è l’effetto di driver che possono rivestire le istituzioni finanziarie. Grazie al potere intrinseco degli istituti finanziari e asset manager di produrre oltre che un’evoluzione sostenibile per loro anche un’evoluzione sostenibile del sistema, la sfida per le istituzioni governative è quella di spingere e incentivare questi istituti a indirizzare sempre più imprese su una traiettoria direzionata ad un sistema economico virtuoso in termini di sostenibilità. Infine, ritengo che sia difficoltosa anche in prospettiva futura l’interpretazione della totalità delle informazioni non finanziarie in termini

quantitativi. A mio avviso per caratteristiche intrinseche di questo tipo di informazioni, anche i sistemi di misurazione più all'avanguardia necessiteranno un'integrazione qualitativa per l'interpretazione dei dati, richiedendo agli investitori e agli utenti del mercato capacità di analisi.

Per concludere, l'analisi porta all'attenzione come l'integrazione ESG si trovi al momento in una fase di consolidamento, caratterizzata da importanti progressi ma anche rilevanti margini di miglioramento. I limiti e le sfide emersi costituiscono opportunità di sviluppo, suggerendo che la sostenibilità continuerà il suo processo di evoluzione come elemento centrale nei modelli economici e finanziari, pur continuando a richiedere un approccio critico e consapevole da parte degli attori coinvolti.

## Conclusioni

L'analisi sviluppata nel corso del presente elaborato ha portato all'attenzione come la sostenibilità e, di conseguenza, il bilancio non finanziario abbiano assunto un ruolo sempre più centrale nella declinazione delle strategie aziendali e nella valutazione delle performance d'impresa. L'evoluzione del contesto economico globale, la crescente instabilità e interconnessione dei rischi che ne derivano ha reso necessario integrare nei modelli di business variabili che vanno oltre la dimensione puramente economica.

Le crisi recenti che caratterizzano il contesto macroeconomico attuale hanno mostrato come i fattori ESG non siano più elementi accessori ma dimensioni strutturali sui si poggia la strategia dell'impresa in grado di influenzare direttamente la stabilità dei mercati e la sopravvivenza delle imprese nel sistema economico. L'integrazione ESG si configura, quindi, come variabile strategica necessaria alla sutura delle fragilità del modello economico tradizionale, contribuendo a migliorare la resilienza e l'adattabilità delle organizzazioni (World Economic Forum, 2024).

Dall'analisi teorica ed empirica emerge come lo strumento della rendicontazione non finanziaria non possa più essere considerato un mero strumento di reporting informativo che debba essere considerato come strumento di direzione strategica. Il reporting non finanziario consente, infatti, di indirizzare i processi decisionali verso modelli sostenibili, monitorare i rischi emergenti e migliorare il rapporto con gli stakeholder garantendogli una visione della creazione del valore dell'impresa completa ed esaustiva (Eccles et al., 2014).

Uno degli elementi rilevanti che l'elaborato si prometteva di indagare era la correlazione tra performance ESG e performance economico-finanziarie. Attraverso l'analisi della letteratura e le analisi empiriche svolte sui casi studio è stato possibile verificare come le imprese con elevati rating ESG mostrino caratteristiche economico-finanziarie positive (Friede et al., 2015). Questo aspetto è stato però approfondito provando che l'impatto sulla dimensione economico-finanziaria dei fattori ESG non è un impatto diretto ma mediato da altri effetti intermedi come la riduzione del rischio, il miglioramento reputazionale e il rafforzamento della posizione competitiva nel settore.

Un aspetto significativo riguarda, infatti, il ruolo della sostenibilità nella riduzione del rischio. Le imprese che integrano i criteri ESG nei propri modelli di business e di riflesso integrazioni rischi sociali e ambientali nei propri modelli di risk management, risultano più preparate ad affrontare shock

esogeni, come eventi climatici estremi o interruzioni nella supply chain. In questo senso la sostenibilità funge da fattore di stabilità finanziaria contribuendo a ridurre il costo del capitale grazie ad una richiesta di rendimento da parte degli investitori inferiore dovuto ad un minore rischio percepito e una maggiore fiducia nell'impresa (Lins et al., 2017).

Il percorso verso una piena integrazione è tuttavia ancora lungo e presenta alcune criticità. Tra queste possiamo identificare: il rischio di greenwashing, le difficoltà di standardizzazione delle metriche ESG e la complessità di rendere quantitativi molti degli indicatori che riguardano gli impatti sociali e di governance. Nonostante i progressi normativi rispetto al tentativo di omogenizzazione delle metriche ESG con l'introduzione dell'CSRD, restano aperti alcuni punti e sfide per il futuro con l'obiettivo che la rendicontazione non finanziaria non si traduca unicamente in un adempimento formale, ma rappresenti un reale strumento di cambiamento (Delmas & Burbano, 2011).

Alla luce di quanto emerso dalla analisi quantitative e qualitative sviluppate in questo elaborato possiamo definire la sostenibilità come elemento centrale nella valutazione complessiva del valore delle imprese operanti sul mercato. Questo aspetto si connette alla rilevanza che porta con sé la rendicontazione non finanziaria che risulta il canale di comunicazione dei livelli di integrazione dell'ESG in azienda e, considerata l'evoluzione del ruolo della sostenibilità e l'attenzione del mercato a queste tematiche, è in grado di influenzare le performance dell'impresa sul mercato.

Le evidenze raccolte in letteratura e riportate in questa tesi sembrano confermare la tendenza di un ulteriore progressivo rafforzamento della sostenibilità nelle strategie aziendali spinta sia dalla pressione normativa che dalle aspettative degli stakeholder. Le imprese meglio posizionate dal punto di vista della sostenibilità saranno in grado di posizionarsi meglio per affrontare le sfide globali e potranno contribuire in maniera attiva alla costruzione di un sistema economico più equo, resiliente e sostenibile.

La presente tesi ha dimostrato come il bilancio non finanziario rappresenti, oltre che uno strumento di rendicontazione, un elemento fondamentale ai fini della comprensione del valore dell'impresa. In un contesto globale segnato da crisi interconnesse e cambiamenti strutturali l'integrazione della sostenibilità nei modelli di business e una buona comunicazione, attraverso la reportistica non finanziaria, delle strategie di sostenibilità potrebbe essere l'unico modo di garantirsi un posto stabile nel mercato di domani.

## **Bibliografia**

### Letteratura scientifica

Adams, C. A., & Abhayawansa, S. (2022). *Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for “harmonisation” of sustainability reporting*. *Critical Perspectives on Accounting*, 82, 102309.

Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). *Impact of ESG performance on firm value and profitability*. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119–S127.

Almulhim, A. A., Aljughaiman, A. A., Al Barrak, T., Chebbi, K., & Amin, N. (2024). *The power of ESG in shaping dividend policy: Illuminating the role of financial sustainability in an emerging market*.

Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici. (2024). *L'assicurazione italiana 2024: Rapporto annuale sui dati 2023*. ANIA.

Battiston, S., Mandel, A., Monasterolo, I., Schütze, F., & Visentin, G. (2017). A climate stress-test of the financial system. *Nature Climate Change*, 7(4), 283–288.

Bissoondoyal-Bheenick, E., Brooks, R., & Do, H. X. (2023). *ESG and firm performance: The role of size and media channels*. *Economic Modelling*, 121, 106203.

Bloomberg L.P. (2025). *Bloomberg ESG scores: Methodology*.

Bocken, N. M. P., Boons, F., & Baldassarre, B. (2019). *Sustainable business model experimentation by understanding ecologies of business models*. *Journal of Cleaner Production*, 208, 1498–1512.

Bolton, P., & Kacperczyk, M. (2021). *Do investors care about carbon risk?* *The Review of Financial Studies*, 34(9), 4359–4398.

Brammer, S., Millington, A., & Rayton, B. (2007). *The contribution of corporate social responsibility to organizational commitment*. *International Journal of Human Resource Management*, 18(10), 1701–1719.

Busse, C., Schleper, M. C., & Weilenmann, J. (2017). Extending the supply chain visibility boundary: Utilizing stakeholders for identifying social and environmental risks. *Journal of Business Ethics*, 143(4), 673–692.

- Carroll, A. B. (1991). *The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.
- Chen, Y., Li, X., & Wang, Y. (2023). *Integration of environmental, social, and governance (ESG) criteria and its impact on corporate sustainability performance*. *Sustainability*, 15(14), 11023.
- Cui, L. (2025). Sustainability transition and firm performance in the automotive industry. *Journal of Cleaner Production*, 412, 137245.
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The drivers of greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87.
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2019). Corporate social responsibility and consumer trust: The role of greenwashing. *Organization & Environment*, 32(2), 113–132.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). *The investor revolution*. *Harvard Business Review*, 97(3), 106–116.
- European Commission. (2011). *A renewed EU strategy 2011–14 for corporate social responsibility*. European Commission.
- Edelman. (2024). *2024 Edelman Trust Barometer: Innovation in peril*. Edelman.
- Figge, F., Hahn, T., Schaltegger, S., & Wagner, M. (2002). *The sustainability balanced scorecard: Linking sustainability management to business strategy*. *Business Strategy and the Environment*, 11(5), 269–284.
- Flammer, C., & Hong, B. (2019). *Corporate governance and the rise of corporate social responsibility: Evidence from corporate scandals*. *Journal of Financial Economics*, 131(1), 1–23.
- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). *What's in a name? Reputation building and corporate strategy*. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258.
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Sever, J. M. (2000). *The reputation quotient: A multi-stakeholder measure of corporate reputation*. *Journal of Brand Management*, 7(4), 241–255.

- Frade, C., & Fromont, M. (2021). *Regulating human rights and environmental due diligence in corporate value chains: The European Union's proposed directive*. *Common Market Law Review*, 58(3), 709–748.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Zyglidopoulos, S., & Parmar, B. (2020). *Stakeholder theory: Concepts and strategies*. Cambridge University Press.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Friedman, M. (1970, September 13). *The social responsibility of business is to increase its profits*. *The New York Times Magazine*, 32–33, 122–126.
- Greenwood, M., & Freeman, R. E. (2022). Ethics and stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 32(3), 343–359.
- Hart, S. L. (1995). *A natural-resource-based view of the firm*. *Academy of Management Review*, 20(4), 986–1014.
- Hart, S. L., & Dowell, G. (2011). *A natural-resource-based view of the firm: Fifteen years after*. *Journal of Management*, 37(5), 1464–1479.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). *Corporate sustainability: First evidence on materiality*. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). *The balanced scorecard: Measures that drive performance*. *Harvard Business Review*, 70(1), 71–79.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.
- Makhiya, M., & Trivedi, J. P. (2021). Effect of influencer marketing on online impulse purchase: The mediating role of consumer–brand engagement. *Journal of Electronic Commerce in Organizations*, 19(3), 1–16.
- Mayer, C. (2021). *The future of the corporation and the economics of purpose*. *Journal of Management Studies*, 58(3), 887–901.

- Meister, J. (2012, June 7). *Corporate social responsibility: A lever for employee attraction and engagement*. Forbes.
- Mayer, C. (2021). *Prosperity: Better business makes the greater good*. Oxford University Press.
- Moody's. (2023). *ESG and climate risk solutions*. Moody's Analytics.
- Moody's. (2024). *2024 performance and achievements: Sustainability-related disclosures*.
- MSCI ESG Research LLC. (2024). *MSCI ESG ratings methodology*. MSCI.
- Neves, M. S., & Freire, P. S. (2025). *ESG and stakeholder engagement: Guidelines for sustainable organizational development*. In A. M. Machado, M. J. Sousa, A. Brambilla, A. Pesqueira, & Á. Rocha (Eds.), *Environmental, social, governance and digital transformation in organizations* (pp. 151–175). Springer.
- Oluwakemi, A. A., & Doorasamy, M. (2025). *Effect of ESG financial materiality on financial performance of firms: Does ESG transparency matter?* *Journal of Risk and Financial Management*, 18(6), 315.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). *Corporate social and financial performance: A meta-analysis*. *Organization Studies*, 24(3), 403–441.
- Pellicelli, M. (2007). *Creazione di valore e value based management*. Giappichelli
- Pieroni, M. P. P., McAloone, T. C., & Pigosso, D. C. A. (2020). *Business model innovation for circular economy and sustainability: A review of approaches*. *Journal of Cleaner Production*, 215, 198–216.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). *Creating shared value*. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). *Corporate reputation and sustained superior financial performance*. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077–1093.
- Schoenmaker, D. (2017). *Investing for the common good: A sustainable finance framework*. Princeton University Press.
- Shefrin, H. (2024). *ESG and behavioral finance: Why ESG investing is primarily a psychological phenomenon*. *The Journal of Investing*, 33(5), 7–33

- Welte, C., & Seuring, S. (2022). *Sustainability implementation and supplier integration: A systematic literature review*. *Journal of Cleaner Production*, 333, 130069.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). *ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000+ studies published between 2015–2020*. NYU Stern Center for Sustainable Business & Rockefeller Asset Management.
- World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future*. Oxford University Press.
- World Economic Forum. (2024). *The Global Risks Report 2024*. World Economic Forum.
- Yahaya, O. A. (2025). *ESG disclosure quality and cost of capital in Nigeria*. *International Journal of Economics and Business*, 24(12), 544–570.
- Zhou, Y., & Bu, W. (2025). When environmental, social, and governance (ESG) meets shareholder value: Unpacking the long-term effects with a multi-period difference-in-differences approach. *Systems*, 13(5), 315.
- Zhang, L.-S., Zheng, Y., Wang, B., & Sun, X. (2025). *The impact of ESG performance on the financial performance of companies: Evidence from China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies*. *Frontiers in Environmental Science*, 13, 1507151.

### Normativa

- European Central Bank. (2020). *Guide on climate-related and environmental risks: Supervisory expectations relating to risk management and disclosure*. European Central Bank.
- European Parliament and Council. (2014). Directive 2014/95/EU on disclosure of non-financial and diversity information (NFRD).
- European Parliament and Council. (2022). Directive (EU) 2022/2464 on corporate sustainability reporting (CSRD).
- European Commission. (2020). Regulation (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment (EU Taxonomy).

European Parliament and Council. (2019). Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR).

European Commission. (2025). *Omnibus I package: Commission simplifies rules on sustainability and EU investments*.

Repubblica Italiana. (2016). *Decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254. Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi*. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 7 del 10 gennaio 2017.

Task Force on Climate-related Financial Disclosures. (2017). *Final report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*. Financial Stability Board.

United Nations. (2015). *Transforming our world: The 2030 Agenda for Sustainable Development*.

#### Report di sostenibilità

Amundi. (2025). *Politica globale di investimento responsabile*. Amundi Asset Management.

Amundi (2025). *PRI Assessment Report*. Amundi Asset Management.

Amundi. (2023). *Amundi Sustainable Finance Disclosure Statement*. Amundi Asset Management.

Amundi Immobilier. (2021). *Climate and sustainability report 2021*. Amundi Group.

BNP Paribas. (2023). *Sustainability Report 2023*. BNP Paribas Group.

Enel. (2023). *Sustainability Report 2023*. Enel Group.

Generali Group. (2025). *ESG Investor Presentation*. Generali Group

Intesa Sanpaolo. (2025). *Relazione semestrale al 30.06.2025*. Intesa Sanpaolo Group.

Nestlé. (2023). *Creating Shared Value and Sustainability Report 2023*. Nestlé S.A.

Poste Italiane. (2025). *Relazione finanziaria semestrale*. Poste Italiane Group.

Santander. (2023). *Annual Report and Sustainability Report 2023*. Banco Santander.

UniCredit. (2023). *Integrated Report 2023*. UniCredit Group.

Unilever. (2023). *Annual Report and Accounts 2023*. Unilever PLC.

## Sitografia

European Commission. (2023). Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

<https://ec.europa.eu>

European Commission. (2023). EU Taxonomy for sustainable activities. <https://finance.ec.europa.eu>

European Commission. (2023). Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).

<https://finance.ec.europa.eu>

Amundi. (2024). Responsible investment approach. <https://www.amundi.com>

Intesa Sanpaolo. (2024). ESG strategy and sustainability. <https://group.intesasanpaolo.com>

Poste Italiane. (2024). Sustainability strategy. <https://www.posteitaliane.it>

Generali. (2024). Sustainability and responsible business. <https://www.generali.com>

World Economic Forum. (2024). Global Risks Report. <https://www.weforum.org/meetings/world-economic-forum-annual-meeting-2024/>

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

Forbes Magazine (2012). [www.forbes.com/sites/jeannemeister/2012/06/07/corporate-social-responsibility-a-lever-for-employee-attraction-engagement/](http://www.forbes.com/sites/jeannemeister/2012/06/07/corporate-social-responsibility-a-lever-for-employee-attraction-engagement/)

Peak Frameworks. (n.d.). *Peak Frameworks*. <https://www.peakframeworks.com>

Roncucci & Partners. (n.d.). *Roncucci & Partners – Sustainable business development*.

<https://www.roncucciandpartners.com/>

Bloomberg L.P. (2025). *Bloomberg ESG disclosure score*.

<https://professional.bloomberg.com/solutions/sustainable-finance/scores/>

## **Appendice 1 – Intervista a Sara Lovisolo – Head of ESG Development, Amundi Italia**

- 1. Quale attenzione da Amundi ai progetti di sostenibilità delle aziende sulle quali investe, esistono delle policy di gruppo in merito?*

L'attenzione di Amundi si concentra sui rischi e le opportunità commerciali che derivano alle aziende da fattori di sostenibilità, quali il cambiamento climatico e le ineguaglianze sociali. La componente progettuale – nel senso della realizzazione di iniziative di Corporate Social Responsibility indipendenti dal business model aziendale – è molto meno rilevante per la valutazione complessiva del valore e delle prospettive di crescita di una società. Amundi riassume i propri criteri ESG di valutazione delle società nella sua Global Responsible Investment Policy: <https://www.amundi.com/institutional/files/nuxeo/dl/3b46aee5-2ad8-4bb5-b7da-f01efb13966f?inline=> Nell'appendice a pag. 38 sono indicati i criteri con cui i vari temi di sostenibilità vengono pesati nella valutazione delle società, settore per settore.

- 2. L'adozione dei pilastri ESG, da parte delle aziende sulle quali Amundi investe, ha un impatto positivo sulla creazione di valore per gli stakeholder?*

Nella valutazione delle prospettive di creazione di valore, la gestione dei rischi e delle opportunità legate ai temi di sostenibilità da parte delle aziende in cui Amundi investe è fondamentale. Per esempio, ci sono settori dell'economia che possono essere molto colpiti dai rischi fisici del cambiamento climatico. Basti pensare alla produzione di elettricità da centrali idroelettriche, in zone che possono essere interessate da siccità, o da scioglimento dei ghiacciai. E' fondamentale che un'azienda molto esposta a quest'area di business abbia un piano per compensare una eventuale ridotta capacità di generazione di elettricità. Al di là della profittabilità dell'azienda, si tratta anche di garantire sicurezza energetica alla comunità in cui l'azienda opera.

- 3. L'adozione dei pilastri ESG, da parte delle aziende sulle quali Amundi investe, ha un impatto positivo sulla redditività aziendale?*

L'orizzonte temporale da considerare è il lungo termine. Un'azienda che riesce ad anticipare i rischi di sostenibilità riuscirà ad avere un vantaggio competitivo sulla concorrenza che rimane indietro o ha una visione di breve termine.

4. *L'adozione dei pilastri ESG, da parte delle aziende sulle quali Amundi investe, ha un impatto positivo sulla creazione di valore per gli azionisti?*

La capacità delle aziende oggetto di investimento di gestire rischi e opportunità legati alla sostenibilità, nella visione di Amundi, consente di proteggere l'investimento degli azionisti – che poi sono i risparmiatori che investono nei fondi di Amundi. E' quanto dichiariamo anche nella nostra policy di voto e nel nostro report sull'engagement, la cui filosofia si basa sull'incoraggiare le aziende ad un graduale miglioramento nel tenere in considerazione rischi e opportunità ESG al fine di sostenere la loro performance nel lungo termine.

5. *In che modo la rendicontazione non finanziaria e gli indicatori ESG vengono integrati nei processi decisionali strategici di Amundi SGR?*

Amundi ha una sua metodologia di rating proprietaria, che individua settore per settore i temi materiali dal punto di vista aziendale e sociale/ambientale. Per ogni settore viene creato un modello, che una sommatoria di indicatori, i cui valori si traducono in un punteggio complessivo che consente di confrontare le società tra di loro e di stabilire chi sono i best performers o i laggards. Questo modello è alimentato dai dati che le società pubblicano nei loro bilanci – per esempio, la % di donne nella loro forza lavoro. Altre informazioni vengono raccolte direttamente dai nostri analisti nel dialogo con le aziende (engagement), o utilizzando data provider, che a loro volta interagiscono con le aziende per completare i data set.

6. *Quale ruolo svolgono la rendicontazione non finanziaria e gli indicatori ESG nel definire le priorità di investimento e la gestione del rischio dei portafogli?*

Il nostro rating interno è fondamentale nel guidare le decisioni di investimento perché la maggioranza dei nostri fondi devono avere un rating complessivo di portafoglio migliore di quello del loro benchmark di riferimento, che rappresenta l'universo di investimento, solitamente un indice di mercato. Questo significa che le società con rating più alti avranno migliori possibilità di essere incluse nel portafoglio.

7. *Quali sono gli indicatori ESG considerati di maggiore rilevanza strategica?*

Gli indicatori variano a seconda del settore in cui un'azienda opera. Per esempio, nel settore Communications la Responsabilità di Prodotto e nei Confronti del Cliente ha un peso che può arrivare fino al 30%, mentre nel settore Real Estate ha un peso fino al 30% il fattore Green Business, cioè la creazione di soluzioni immobiliare a basso impatto ambientale.

8. *Quali sono state le principali sfide manageriali e organizzative incontrate nell'integrare i criteri ESG nei processi interni di Amundi SGR, in particolare per quanto riguarda la raccolta dei dati, la definizione dei KPI di sostenibilità e la loro integrazione nei sistemi di performance management?*

Si è trattato di sfide tecnologiche da un lato, e legate alle competenze interne dall'altro. E' fondamentale infatti che il team Responsible Investment riesca a diffondere le proprie analisi e conoscenze a tutti i portfolio manager, che sono coloro che prendono le decisioni di investimento. A tal fine, è stato creato un tool di portfolio management che incorpora tutte le informazioni ESG necessarie a prendere le decisioni di investimento, utilizzato anche dalla funzione di controllo del rischio per monitorare tutti i vincoli ESG associati a ciascuna strategia di investimento. Dal punto di vista delle competenze, i nostri 70 esperti ESG devono collaborare strettamente con la funzione investimenti, e vanno individuate modalità per rendere questa interazione efficace ed efficiente.

9. *Dal punto di vista del mercato, avete osservato negli ultimi anni un cambiamento nel comportamento degli investitori istituzionali o retail in relazione alla comunicazione ESG e alla rendicontazione non finanziaria?*

Gli investitori istituzionali ultimamente stanno intensificando la loro attività di due diligence sugli asset manager, con questionari, interviste e utilizzando advisor esterni. Dopo anni di crescita esponenziale di crescita degli asset investiti in soluzioni di investimento responsabile, ora si assiste ad una loro stabilizzazione.

10. *Alla luce delle recenti evoluzioni normative europee, come la CSRD e gli standard ESRS, come vede evolversi nei prossimi anni il ruolo della rendicontazione non finanziaria nel settore del risparmio gestito?*

Gli investitori continueranno ad avere bisogno di informazione sulla modalità di gestione dei rischi e delle opportunità ESG da parte delle aziende, indipendentemente dalla normativa di riferimento. Amundi investe in società attive sui cinque continenti, soggette a normative molto variabili dal punto di vista della rendicontazione di sostenibilità, riuscendo comunque a raccogliere informazioni in grado di fornire un quadro completo. Non è scontato che le società che escono dal perimetro della CSRD smettano di pubblicare informazioni ESG. Per loro rappresentano la possibilità di ampliare la base dei loro investitori.