

Paola De Vincentiis, Noemi Oggero

LA FINANZA SOSTENIBILE

STRUMENTI, STRATEGIE E PROBLEMATICHE

FrancoAngeli

BANCA, FINANZA E PMI

La Collana ospita scritti inerenti le tematiche dell'economia degli intermediari e dei mercati finanziari, nonché temi legati alla finanza e ai rapporti banca-impresa, provenienti da soggetti afferenti a qualsiasi scuola, dipartimento o ente di ricerca, sia nazionale che internazionale.

Nella Collana possono essere pubblicati esclusivamente lavori scientifici, ossia in grado di offrire un contributo all'avanzamento della conoscenza. La Collana accoglie volumi soggetti ad un processo di double blind review.

Editor in Chief

Prof. Lorenzo Gai, Università di Firenze

L'Editor in Chief è responsabile della politica editoriale, verifica l'andamento del processo di referaggio e coordina le attività dello Scientific Committee e dell'Editorial Board, assicurando l'indipendenza dei giudizi e l'applicazione delle procedure previste dal regolamento della Collana.

L'accettazione della monografia da parte dell'Editor in Chief è condizione necessaria per l'inserimento di una pubblicazione nella Collana.

Scientific Committee

Prof.ssa Marina Brogi, Università La Sapienza di Roma

Prof.ssa Giuliana Birindelli, Università di Chieti-Pescara

Prof.ssa Marina Damilano, Università di Torino

Prof. Marco Di Antonio, Università di Genova

Prof. Franco Fiordelisi, Università di Roma Tre

Prof. Loris Nadotti, Università di Perugia

Prof. Antonio Proto, Università Ca' Foscari di Venezia

Prof. Giulio Tagliavini, Università di Parma

Lo Scientific Committee è composto da accademici/studiosi di consolidata reputazione, affiliati a un numero sufficientemente ampio di università/istituti di ricerca. Ha funzioni di indirizzo e supervisione della politica editoriale e promuove iniziative utili allo sviluppo della Collana.

Editorial Board

Prof.ssa Antonella Capiello, Università di Pisa

Prof.ssa Claudia Curi, Università di Bolzano

Prof.ssa Federica Ielasi, Università di Firenze

Prof.ssa Francesca Querci, Università di Genova

Prof.ssa Beatrice Ronchini, Università di Parma

Prof.ssa Monica Rossolini, Università di Milano Bicocca

L'Editorial Board attua la politica editoriale della Collana, esamina gli scritti pervenuti e seleziona i referees cui rivolgersi al fine di ottenere una valutazione complessiva del lavoro ed eventuali suggerimenti specifici, garantendo la professionalità e la terzietà della procedura di referaggio. Infine, supervisiona la valutazione di merito delle monografie effettuata dai referees.

La Collana è accreditata Aidea



Paola De Vincentiis, Noemi Oggero

LA FINANZA SOSTENIBILE

STRUMENTI, STRATEGIE E PROBLEMATICHE

FrancoAngeli

BANCA, FINANZA E PMI

Il presente volume è pubblicato con il contributo del Dipartimento di Management “Valter Cantino” dell’Università degli Studi di Torino.

ISBN: 9788835184010

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L’opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d’autore.

Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.

L’Utente nel momento in cui effettua il download dell’opera accetta tutte le condizioni della licenza d’uso dell’opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

A Matteo e Arianna, sempre nei miei pensieri e nel mio cuore.

Paola

Ai miei genitori, Fioranna e Riccardo.

Noemi

INDICE

Introduzione	pag.	11
1. Accordi internazionali e regolamentazione europea	»	29
Introduzione	»	29
1.1. L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile	»	30
1.2. La Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici e il Protocollo di Kyoto	»	34
1.3. L'Accordo di Parigi	»	37
1.4. Il Piano d'azione europeo per la finanza sostenibile	»	42
1.5. La tassonomia europea	»	46
1.5.1. Il regolamento sulla tassonomia	»	47
1.5.2. I regolamenti delegati	»	49
1.6. Conclusioni	»	52
Bibliografia	»	53
2. Banche e finanza sostenibile	»	55
Introduzione	»	55
2.1. I finanziamenti <i>green</i>	»	57
2.1.1. Caratteristiche peculiari	»	59
2.1.2. Vantaggi, svantaggi e aspetti controversi	»	63
2.1.3. Obblighi per le banche finanziatrici	»	65
2.2. Il monitoraggio e la gestione dei rischi climatici e ambientali	»	67
2.2.1. Le tredici aspettative	»	68
2.2.2. L'evoluzione del primo pilastro	»	70
2.2.3. Criticità nella valutazione dei rischi climatici e ambientali	»	74

2.3. Gli obblighi di trasparenza e il <i>Green Asset Ratio</i>	pag.	76
2.4. Il fenomeno del <i>greenwashing</i> nel settore finanziario	»	80
2.5. L'aumento dell'attenzione alla sfera ESG nel settore bancario europeo: un'analisi testuale condotta sui bilanci integrati	»	84
2.6. Conclusioni	»	90
Bibliografia	»	92
3. Risparmio gestito e strategie di investimento sostenibile	»	95
Introduzione	»	95
3.1. Screening di esclusione	»	96
3.2. Screening di inclusione	»	98
3.3. Strategia <i>best-in-class</i>	»	99
3.4. Screening normativo	»	100
3.5. Integrazione di fattori ESG	»	102
3.6. Partecipazione attiva	»	103
3.6.1. Esercizio del diritto di voto	»	104
3.6.2. <i>Engagement</i>	»	105
3.7. Altre strategie: investimenti tematici e investimenti ad impatto	»	105
3.8. Tendenze nel mondo del risparmio gestito sostenibile	»	108
3.8.1. Diffusione delle strategie di investimento sostenibile	»	110
3.9. Conclusioni	»	113
Bibliografia	»	114
4. Le obbligazioni <i>green</i> e sostenibili	»	115
Introduzione	»	115
4.1. Le obbligazioni <i>green</i>	»	116
4.1.1. Le caratteristiche peculiari	»	117
4.1.2. Il <i>greenium</i>	»	121
4.2. Le obbligazioni con finalità sociali	»	125
4.2.1. I <i>social bond</i>	»	125
4.2.2. I <i>social impact bond</i>	»	127
4.3. I <i>sustainability</i> e <i>sustainability-linked bond</i>	»	132
4.4. I titoli del debito sovrano <i>green</i>	»	136
4.5. La conformazione e il trend evolutivo del mercato delle obbligazioni sostenibili	»	145
4.5.1. Gli emittenti e le caratteristiche dei titoli emessi	»	145
4.5.2. I mercati e gli indici obbligazionari sostenibili	»	149

4.6. Conclusioni	pag. 151
Bibliografia	» 152
5. Gli strumenti per la gestione dei rischi climatici e ambientali	» 155
Introduzione	» 155
5.1. La copertura dei rischi climatici e ambientali con strumenti derivati e con polizze assicurative a confronto	» 156
5.2. Gli strumenti derivati climatici	» 159
5.2.1. Definizioni e tipologie	» 159
5.2.2. I contratti future sulla temperatura atmosferica	» 161
5.2.3. I contratti di opzione sulla temperatura atmosferica	» 165
5.2.4. Punti di forza e di debolezza dei derivati climatici	» 169
5.3. La copertura assicurativa dei danni da calamità naturali e catastrofi	» 170
5.3.1. Le polizze <i>NatCat proof-of-loss</i>	» 171
5.3.2. Le polizze NatCat parametriche	» 172
5.3.3. Il trasferimento dei rischi catastrofali sul mercato dei capitali: inquadramento teorico	» 177
5.3.4. Le caratteristiche tecniche dei <i>CAT bond</i>	» 179
5.4. La copertura del rischio di responsabilità civile ambientale	» 186
5.5. <i>NatCat protection gap</i> e ricadute sistemiche degli eventi catastrofali	» 187
5.5.1. Il caso dell'Italia: criticità e contromisure	» 192
5.6. Conclusioni	» 194
Bibliografia	» 196
6. Rating ESG	» 199
Introduzione	» 199
6.1. Confronto fra rating finanziari e rating ESG	» 200
6.2. La metodologia di MSCI	» 201
6.3. La metodologia di LSEG (Refinitiv)	» 207
6.4. La metodologia di Morningstar Sustainalytics	» 210
6.5. Divergenza dei rating ESG	» 214
6.6. Conclusioni	» 218
Bibliografia	» 219
Considerazioni finali	» 220

Benché il volume sia il risultato di una attività di ricerca svolta congiuntamente dalle due Autrici, i capitoli 1, 3 e 6 sono da attribuirsi a Noemi Oggero, i capitoli 2, 4 e 5 a Paola De Vincentiis. Introduzione e Considerazioni finali sono a firma di entrambe.

INTRODUZIONE

Finanza sostenibile: la cornice di riferimento teorica

Da dove arriva e dove va la finanza sostenibile? Questa introduzione tenta di rispondere sinteticamente a queste due domande. Il cambio di paradigma osservabile nel sistema bancario e finanziario – che prevede di integrare variabili ESG (Environmental, Social e Governance) accanto al più tradizionale binomio rischio-rendimento – non sorge dal nulla, ma è figlio di una profonda evoluzione della sensibilità degli investitori, del clima politico-istituzionale e del pensiero accademico. Proprio per questo, prima di inoltrarci nell'esame del *modus operandi* degli operatori finanziari, degli strumenti, delle criticità e delle ambiguità della finanza sostenibile, è importante richiamare alcuni fondamenti teorici che permettono di comprendere meglio il fenomeno e di cogliere la visione d'insieme dei mutamenti in atto.

Le radici della finanza sostenibile sono sicuramente da ricondurre, in primo luogo, alla *stakeholder theory*, avanzata da Freeman nel 1984 e ulteriormente sviluppata da Donaldson e Preston (1995). Questa teoria sostiene che il successo di un'impresa dipende dalla capacità di soddisfare le aspettative e gli interessi di una pluralità di attori: non solo gli azionisti, ma anche i dipendenti, i clienti, i fornitori, le comunità locali, gli enti regolatori e altri gruppi influenti. In quest'ottica, l'attenzione all'impatto ambientale, sociale e alla qualità della governance rappresentano uno strumento strategico per rafforzare tali relazioni, migliorando la reputazione, la fedeltà della clientela, la produttività interna e, in ultima istanza, la performance aziendale di lungo periodo. Nel contesto bancario, ciò si traduce ad esempio nell'adozione di pratiche di *responsible lending*, nel finanziamento di progetti sostenibili e nella valorizzazione di variabili ambientali e sociali

nell'ambito dei processi di istruttoria fidi, monitoraggio del credito e *asset allocation*.

Una visione critica alternativa viene ricondotta alla *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), secondo cui una focalizzazione eccessiva su interessi non azionari può generare inefficienze, conflitti decisionali e fenomeni di *over-investment* in iniziative a basso ritorno economico. Alcuni autori (Bénabou & Tirole, 2010; Kruger, 2015) sottolineano che l'impegno ESG potrebbe rappresentare un segnale credibile di qualità solo in presenza di forti meccanismi di monitoraggio e accountability, altrimenti rischia di trasformarsi in una strategia reputazionale non supportata da risultati concreti.

Oltre che nella prospettiva degli *stakeholder*, la finanza sostenibile trova fondamento e giustificazione anche nell'ambito della *legitimacy theory*, concettualizzata da Suchman (1995) e sviluppata nell'ambito degli studi di accounting e disclosure (Deegan, 2002). Questa teoria interpreta il comportamento delle imprese come una risposta strategica al bisogno di allineamento con i valori e le aspettative sociali dominanti. In altre parole, le organizzazioni si sforzano di consolidare la propria legittimazione per assicurarsi l'accesso continuo a risorse essenziali (capitale, clientela, licenze operative) e per ridurre l'esposizione a rischi reputazionali, regolatori e istituzionali.

In questo contesto banche, fondi di investimento e altri operatori integrano criteri ESG nei propri processi non solo per motivazioni etiche o economiche, ma per conformarsi a una narrativa dominante che identifica la sostenibilità come una condizione necessaria per operare nel lungo termine (Cho *et al.*, 2015). Le pratiche di rendicontazione ESG, l'adesione a iniziative multilaterali (come i Principles for Responsible Banking dell'UNEP FI) o la pubblicazione di report di sostenibilità possono essere lette, secondo questa ottica, come strumenti attraverso cui le organizzazioni cercano di mantenere o riconquistare la propria legittimità presso gli *stakeholder* chiave.

Un rischio associato a tale dinamica è rappresentato dal fenomeno del *greenwashing*, ossia l'adozione di comportamenti simbolici o comunicativi che mirano a proiettare un'immagine sostenibile senza corrispondenti cambiamenti sostanziali nelle pratiche operative (Delmas & Burbano, 2011). La legittimazione, in questo caso, diviene apparente e non sostanziale, e può essere utilizzata in modo opportunistico per ottenere vantaggi competitivi ingiustificati. Numerosi studi (Lyon & Montgomery, 2015) mettono in guardia contro i rischi sistemici derivanti da una sovra-rappresentazione dell'impegno ESG e sottolineano l'importanza di strumenti di verifica indipendente e di standardizzazione dell'informativa per assicurare l'integrità della finanza sostenibile.

Infine, lo sviluppo della finanza sostenibile può essere letto alla luce della *institutional theory* (DiMaggio & Powell, 1983; Scott, 2008). Questa teoria pone l'accento sul ruolo del contesto normativo e regolamentare nella determinazione dei comportamenti organizzativi. Secondo questo approccio, le imprese non agiscono esclusivamente sulla base di obiettivi economici, ma si conformano a pressioni istituzionali – di natura coercitiva (regolamenti), normativa (standard professionali) e mimetica (emulazione di best practices) – al fine di ottenere legittimità e stabilità nel proprio campo organizzativo.

L'integrazione dei criteri ESG nel settore finanziario può quindi essere letta come un processo di istituzionalizzazione progressiva, in cui la sostenibilità diviene una norma incorporata nei modelli operativi e nei frame cognitivi delle organizzazioni (Campbell, 2007). A partire da iniziative globali come l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e l'Accordo di Parigi sul clima, fino ad arrivare ai regolamenti europei sulla disclosure e sulla tassonomia (SFDR, CSRD, EU Taxonomy), si osserva un'espansione del "campo istituzionale" della finanza sostenibile che obbliga gli operatori ad adottare prassi ESG per garantire compliance, reputazione e accesso ai mercati (Maguire & Hardy, 2009).

In tale contesto, la standardizzazione delle metriche ESG, l'emergere di agenzie di rating specializzate e la proliferazione di linee guida e benchmark internazionali rappresentano manifestazioni concrete di queste pressioni istituzionali. Gond *et al.* (2012) evidenziano come l'adozione delle pratiche ESG avvenga spesso in forma isomorfica, ossia per conformarsi a modelli legittimati nel campo organizzativo, indipendentemente da una valutazione costi-benefici diretta.

L'evoluzione della finanza sostenibile

Le prospettive teoriche delineate offrono un quadro interpretativo utile per comprendere le dinamiche sottese all'emergere della finanza sostenibile. Tuttavia, è fondamentale analizzare l'evoluzione empirica del fenomeno e i meccanismi concreti attraverso cui i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) sono stati progressivamente integrati nel sistema bancario e finanziario.

Negli anni '90 e nei primi anni 2000, tematiche quali la Responsabilità Sociale d'Impresa (*Corporate Social Responsibility* – CSR) e gli investimenti etici venivano generalmente considerate marginali o residuali rispetto alle strategie core degli intermediari finanziari. Le banche tendevano a

confinare tali pratiche in ambiti filantropici o reputazionali, e gli investitori si limitavano a strategie di *negative screening*, escludendo settori ritenuti controversi (Sparkes & Cowton, 2004). Tali approcci erano perlopiù volontari e scollegati da logiche sistemiche di gestione del rischio o creazione di valore di lungo termine.

Un cambiamento significativo si è verificato a seguito della crisi finanziaria globale del 2007-2008, che ha messo in evidenza i limiti di una visione finanziaria orientata esclusivamente alla massimizzazione del profitto di breve termine. La crisi ha aumentato la consapevolezza circa la rilevanza dei rischi non finanziari, contribuendo a una rivalutazione del ruolo della finanza nella promozione di uno sviluppo economico sostenibile (Crotty, 2009; Stiglitz, 2010). Contestualmente, l'attenzione verso le istanze degli stakeholder – inclusi clienti, dipendenti e comunità locali – ha guadagnato importanza ed è diventata un fattore chiave di legittimazione.

Dalla metà degli anni 2010, la crescente urgenza delle sfide ambientali e sociali – tra cui il cambiamento climatico, la disuguaglianza economica e la scarsità di risorse – ha accelerato l'integrazione sistemica dei criteri ESG. Eventi internazionali come l'Accordo di Parigi (2015) e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite hanno avuto un ruolo catalizzatore nella ridefinizione delle priorità politiche e regolamentari. Nel contesto europeo, la Strategia per la finanza sostenibile della Commissione Europea e la tassonomia europea per le attività economiche sostenibili hanno fornito un quadro normativo sempre più vincolante (*EU Technical Expert Group on Sustainable Finance*, 2020).

Nel settore bancario, questa trasformazione si è tradotta nell'integrazione dei rischi ESG nei sistemi di governance, gestione del rischio e concessione del credito (Weber, 2012). Numerose banche hanno istituito comitati ESG e incorporato indicatori ambientali e sociali nei modelli interni di rating, in alcuni casi legando le condizioni di finanziamento al profilo di sostenibilità del cliente (Goss & Roberts, 2011). Empiricamente, Houston e Shan (2022) mostrano che gli istituti di credito attribuiscono crescente rilevanza alla performance ESG delle imprese nella valutazione del merito creditizio, non solo per finalità prudenziali, ma anche come leva per orientare comportamenti responsabili lungo la filiera finanziata. Le banche con un profilo ESG avanzato tendono infatti a favorire imprese altrettanto virtuose, promuovendo una trasmissione di pratiche sostenibili lungo la catena del credito.

Parallelamente, il settore dell'*asset management* ha conosciuto un'espansione senza precedenti degli investimenti ESG e SRI (*Socially Responsible Investment*). Gli investitori istituzionali – tra cui fondi pensione, compagnie assicurative, fondi comuni di investimento e fondi sovrani – hanno incre-

mentato in modo significativo la loro esposizione verso strumenti sostenibili, in risposta sia alla pressione normativa sia al crescente appetito dei risparmiatori per questa tipologia di impieghi. Secondo i dati di GSIA (2023), il patrimonio globale gestito secondo criteri ESG ha superato i 30.300 miliardi di dollari, rappresentando circa un quarto degli asset globali in gestione.

L'adozione diffusa di strategie ESG ha comportato un'evoluzione nell'offerta di strumenti finanziari: oltre ai fondi tematici, si è assistito alla proliferazione di obbligazioni sostenibili, tra cui *green bond*, *social bond*, *sustainability-linked bond*, e strumenti derivati per la copertura dei rischi climatici (Flammer, 2021; Zerbib, 2019). Le banche svolgono in tale contesto un duplice ruolo: emittenti di obbligazioni ESG e intermediari per l'allocazione di capitale sostenibile da parte dei clienti. Questo ha generato effetti significativi sui modelli di business bancari e finanziari, articolabili lungo quattro direttrici principali:

1. diversificazione dell'offerta: l'integrazione ESG ha ampliato il portafoglio di prodotti e servizi, includendo consulenze ESG, strutturazione di strumenti sostenibili e soluzioni di credito verde;
2. estensione dell'orizzonte temporale: la sostenibilità implica una valutazione prospettica dei rischi, spostando l'attenzione da performance trimestrali a potenziali impatti su orizzonti temporali molto prolungati, decennali e oltre;
3. evoluzione delle competenze professionali: l'integrazione ESG richiede nuove figure professionali, quali *ESG analyst*, *climate data scientist* ed *energy transition expert*;
4. coinvolgimento degli stakeholder: le decisioni di investimento e di credito devono tener conto in maggior misura delle istanze di comunità locali e controparti, configurando modelli decisionali più inclusivi.

Sebbene l'Europa rappresenti un contesto particolarmente avanzato per l'integrazione ESG, grazie a un framework regolamentare ambizioso, anche in altre aree geografiche si osservano dinamiche convergenti, anche se meno decise e più altalenanti. Negli Stati Uniti, ad esempio, grandi gestori come BlackRock e State Street hanno dichiarato l'intenzione di considerare i fattori ESG nei propri mandati fiduciari, salvo poi ridimensionare i propri obiettivi di sostenibilità sulla scia delle posizioni Trumpiane sulla tematica (Cosma *et al.*, 2025). In Asia emergono iniziative pubbliche e private per promuovere la finanza sostenibile, in particolare in Cina, Giappone e Corea del Sud (Diaz-Rainey *et al.*, 2023). Anche diverse economie emergenti hanno introdotto linee guida per l'emissione di *green bond* e per il reporting ESG nei mercati locali (Goel *et al.*, 2022).

Una variabile cruciale per lo sviluppo della finanza sostenibile è il contesto politico e culturale, in linea con la *legitimacy* e la *institutional theory*. In ambienti con norme chiare, incentivi ben strutturati e una forte sensibilità sociale, l'integrazione ESG tende a diffondersi in maniera sistemica. Al contrario, in assenza di pressioni regolamentari o reputazionali, il processo può restare frammentato e circoscritto a pochi attori pionieristici.

Impatti sui modelli di business, sulla performance e sul rischio: evidenze empiriche

L'integrazione dei criteri ESG nella finanza ha implicazioni tangibili sui modelli di business degli intermediari finanziari, ma anche sui loro risultati in termini di performance economico-finanziaria e di profilo di rischio. In questa sezione esaminiamo criticamente tali impatti, alla luce della recente letteratura empirica, evidenziando i principali risultati – spesso eterogenei – emersi dagli studi. Ne risulta un quadro sfaccettato: se da un lato l'orientamento alla sostenibilità sembra portare benefici in termini di innovazione strategica, gestione del rischio e fiducia degli stakeholder, dall'altro permangono interrogativi su possibili trade-off in termini di redditività e sull'effettiva capacità delle metriche ESG di misurare il valore e il rischio in modo univoco.

Impatto sui modelli di business e innovazione strategica

Come già accennato, molte istituzioni finanziarie hanno rivisto il proprio modello operativo per incorporare la sostenibilità. Questo cambiamento strutturale è spesso associato a benefici qualitativi difficilmente misurabili nel breve periodo, ma importanti per la resilienza e la competitività di lungo termine. Ad esempio, l'integrazione ESG può costruire benefici reputazionali e aprire nuove opportunità di mercato, come il finanziamento di settori emergenti (energie rinnovabili, tecnologie pulite, imprese sociali) con forte potenziale di crescita. Dal punto di vista teorico, tali cambiamenti sono coerenti con la *stakeholder theory*: adattare il modello di business per tener conto degli interessi sociali e ambientali dei portatori di interesse migliora la posizione competitiva e crea valore condiviso. Alcune banche hanno trasformato la propria identità in questa direzione, dichiarando missioni incentrate sulla sostenibilità e differenziandosi dai concorrenti su questo terreno. Ciò detto, l'adozione di nuovi modelli sostenibili può com-

portare costi di transizione non trascurabili – ad esempio investimenti in nuove competenze, sistemi di reporting ESG e adeguamento dei processi interni – che nel breve termine impattano i conti economici. Sul fronte della gestione patrimoniale, l'integrazione ESG nei modelli di *asset allocation* e *risk management* ha portato allo sviluppo di metodologie inedite (come l'inclusione di scenari climatici nei modelli finanziari, o l'uso di dati alternativi per valutare rischi ambientali e sociali). Queste innovazioni migliorano la capacità di individuare rischi emergenti e valorizzare aziende virtuose, ma sollevano anche sfide di misurazione e comparabilità: i dati ESG sono spesso poco standardizzati e le diverse agenzie di rating ESG forniscono giudizi discordanti (Chatterji *et al.*, 2016; Kotsantonis e Serafeim, 2019; Berg *et al.*, 2022). Questa mancanza di allineamento nelle metriche rende più complesso per le banche e gli investitori integrare efficacemente l'ambito ESG nei modelli decisionali, ed è oggetto di attenzione da parte dei regolatori che mirano a standardizzare le valutazioni.

Effetti sulla performance finanziaria

Uno dei quesiti più dibattuti in letteratura riguarda la relazione tra l'impegno ESG di un intermediario finanziario (o di un investimento) e la sua performance. La domanda centrale è se l'attenzione a criteri ambientali, sociali e di governance comporti un *beneficio* (migliorando i rendimenti grazie a una migliore gestione dei rischi e a maggiori opportunità) oppure un *costo* (riducendo i rendimenti a causa di spese aggiuntive e di eventuali rinunce a investimenti redditizi, ma non sostenibili). Numerosi studi empirici hanno affrontato la questione, spesso con risultati non univoci. Alcune ricerche segnalano una relazione positiva tra performance ESG e performance finanziaria: ad esempio, Wu *et al.* (2013), utilizzando un campione di 162 banche in 22 Paesi, confermano un legame positivo fra *corporate social responsibility* e *performance*, misurata attraverso il ROA, il ROE, il margine di interesse e il margine di intermediazione. Analogamente, Shakil *et al.* (2019) mostrano una relazione positiva tra performance ambientale e sociale e performance finanziaria nelle banche dei mercati emergenti. Questi risultati corroborano la visione della *stakeholder theory*, suggerendo che investire in sostenibilità può generare ritorni tramite il miglioramento dell'efficienza operativa (ad es. minori sprechi energetici), la fidelizzazione della clientela, l'accesso facilitato a capitali da parte di investitori istituzionali attenti all'ESG, nonché la riduzione di costi legati a sanzioni o controversie. Inoltre, un miglior profilo ESG può tradursi in multipli di

mercato più alti, riflettendo le aspettative degli investitori su una maggiore resilienza futura dell'azienda. Uno studio di Miralles-Quiros *et al.* (2019) condotto su banche commerciali di 20 paesi ha rilevato che gli investitori attribuiscono premi di valutazione diversi alle diverse componenti ESG: in media apprezzano positivamente la performance ambientale e di governance, mentre penalizzano una bassa performance nel sociale. Questo indica che il mercato percepisce alcune dimensioni ESG come maggiormente in grado di generare valore (ad es. una buona governance può ridurre problemi di agency e inefficienze).

Tuttavia, non mancano studi con esiti opposti o nulli, a suggerire che il legame tra ESG e performance non è automatico e può dipendere da molti fattori (contesto geografico, dimensione della banca, orizzonte temporale, specifiche metriche utilizzate, ecc.). Ad esempio, Menicucci e Paolucci (2023) evidenziano come nelle banche italiane l'adozione di politiche ESG abbia inciso negativamente su alcune misure di performance operativa e di mercato, probabilmente perché gli investimenti in sostenibilità, in una fase iniziale, comportano costi e una riorganizzazione non immediatamente compensati da benefici. Questi risultati critici suggeriscono che, specie in contesti caratterizzati da una minore maturità nelle pratiche ESG, l'implementazione della sostenibilità può incontrare inefficienze o resistenze tali da incidere temporaneamente sui conti economici. Inoltre, alcuni studi non trovano alcuna relazione significativa: Carnevale *et al.* (2012), ad esempio, non rilevano differenze di valore di mercato tra banche che pubblicano report di sostenibilità e quelle che non lo fanno, il che indica come almeno nel periodo analizzato (primi anni 2000) il mercato non percepisse la rendicontazione ESG come un fattore di valore rilevante. Anche Soana (2011) arriva a conclusioni simili in una analisi incentrata sul legame fra *corporate social performance* and *corporate financial performance*. De Vincentiis (2023), attraverso uno studio basato sulla metodologia dell'*event study*, mostra una diversa reazione dei rendimenti azionari alle notizie ESG in Europa rispetto agli Stati Uniti. Mentre in Europa le notizie ESG negative sono seguite da extra-rendimenti negativi, nel mercato nord-americano sono le notizie ESG positive a deprimere i corsi azionari, in linea con la *agency theory* e la connessa prospettiva dell'*over-investment*.

La divergenza tra risultati empirici ha dato vita a un acceso dibattito accademico. Una metanalisi condotta da Friede, Busch & Bassen (2015) su oltre 2000 studi ha concluso che la maggior parte delle ricerche trova una relazione non negativa (per lo più positiva) tra ESG e performance finanziaria, ma con una varianza significativa nei risultati. La letteratura

recente tende ad approfondire le *condizioni* di questo legame: ad esempio, alcuni lavori suggeriscono che il contributo dell'ESG alla performance sia più evidente nel lungo termine che nel breve, o che sia mediato da fattori come il livello di protezione degli investitori in un dato Paese. In sintesi, sul fronte performance si può affermare che non esiste un consenso assoluto: molti studi supportano la visione *win-win* per cui *doing well by doing good* è possibile anche in finanza, mentre altri invitano alla cautela, segnalando come i benefici dei fattori ESG possano non manifestarsi sempre e ovunque, e dipendano dalla capacità della banca di integrare efficacemente questi fattori nella propria strategia.

Effetti sul profilo di rischio e sulla stabilità finanziaria

Se l'impatto sulla performance è dibattuto, quello sul rischio appare più lineare: un consistente filone di ricerca indica, infatti, che una maggiore attenzione ai fattori ESG è associata a una riduzione dei rischi per le istituzioni finanziarie, specialmente nel medio-lungo periodo. Questa evidenza è coerente con l'idea che gestire proattivamente rischi ambientali e sociali aiuti a evitare perdite impreviste, sanzioni o danni reputazionali, migliorando la solidità complessiva. Nel settore bancario, diversi studi hanno esaminato il legame tra punteggi ESG di una banca e la sua stabilità o propensione al rischio. Chiaramonte *et al.* (2022), analizzando 84 banche europee, trovano che un punteggio ESG complessivo più alto (così come punteggi elevati nelle singole componenti E, S e G) si associa a una riduzione della fragilità bancaria, misurata tramite l'indice *Distance-to-Default*, segno di una minore probabilità di insolvenza. L'effetto, secondo gli autori, risulta tanto più forte quanto più a lungo la banca ha divulgato informazioni di sostenibilità, suggerendo che l'impegno continuativo e trasparente in ambito ESG contribuisce ad accrescere la fiducia degli investitori e la resilienza dell'istituto, specialmente nelle banche di maggiori dimensioni. In modo analogo, Di Tommaso & Thornton (2020) riportano – su un campione di banche europee – che punteggi ESG elevati si associano a una moderata riduzione della propensione al rischio (misurata attraverso l'indice Z-score di stabilità) indipendentemente dal profilo iniziale di rischio della banca. Altri contributi confermano la tendenza: Gangi *et al.* (2019) osservano che le banche con una cultura aziendale attenta all'ambiente presentano minori livelli di rischio d'insolvenza; Drago *et al.* (2019) mostrano una riduzione del premio CDS al migliorare del rating ESG; Aevoae *et al.* (2023) trovano che le pratiche ESG riducono anche al-