



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale in Economia e management

Rating ESG: analisi della sostenibilità dei modelli di  
business delle PMI abruzzesi e marchigiane

ESG rating: analysis of the sustainability of business  
models in SME of Abruzzo and Marche

Relatore: Chiar.mo  
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:  
Luciano Porreca

Anno Accademico 2021 – 2022





## Sommario

<b>INTRODUZIONE</b> .....	2
1.1 <b>DEFINIZIONE DI SRI</b> .....	4
1.2 <b>I FATTORI ESG</b> .....	7
1.3 <b>L'IMPORTANZA DELLA VALUTAZIONE ESG</b> .....	9
1.4.1 <i>FTSE 4Good: azienda e metodologia di rating</i> .....	19
<b>CAPITOLO 2: LE PMI IN EUROPA E IN ITALIA</b> .....	24
2.1 <b>CONSIDERAZIONI GENERALI: DEFINIZIONI E ASPETTI ECONOMICO-GIURIDICI</b> .....	24
2.2 <b>IMPATTO DELLE PMI NELL'ECONOMIA ITALIANA</b> .....	26
2.3 <b>IL RAPPORTO TRA LE PMI E LE TEMATICHE ESG</b> .....	28
2.3.1 <i>Le green strategies</i> .....	28
2.3.2 <i>La "sfida" ESG per le PMI</i> .....	29
<b>CAPITOLO 3: PROCESSO DI ANALISI</b> .....	31
3.1 <b>METODOLOGIA OPERATIVA</b> .....	31
3.2 <b>CONSIDERAZIONI PRELIMINARI AI FINI DELL'ANALISI</b> ....	32
3.3 <b>METODOLOGIA DI RATING APPLICATA</b> .....	34
3.4 <b>ADATTAMENTI METODOLOGICI</b> .....	41
<b>CAPITOLO 4: ANALISI DEI RISULTATI OTTENUTI E VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITA' DEI MODELLI DI BUSINESS</b> .....	44
4.1 <b>ENVIRONMENT</b> .....	44
4.1.1 <i>Cambiamento climatico</i> .....	45
4.1.2 <i>Risorse naturali</i> .....	48
4.1.3 <i>Inquinamento e scarti</i> .....	49

4.1.4	<i>Opportunità ambientali</i> .....	52
4.2	<b>SOCIAL</b> .....	52
4.2.1	<i>Capitale umano</i> .....	53
4.2.2	<i>Responsabilità del prodotto</i> .....	57
4.2.3	<i>Opposizione degli stakeholders</i> .....	58
4.2.4	<i>Opportunità sociali</i> .....	59
4.3	<b>GOVERNANCE</b> .....	60
4.3.1	<i>Corporate governance</i> .....	61
4.3.2	<i>Comportamento dell'azienda</i> .....	65
4.4	<b>RATING ESG FINALE</b> .....	66
	<b>BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI</b> .....	75



## INTRODUZIONE

Dagli albori della finanza fino a tempi anche molto recenti era pratica comune adottare un approccio orientato solamente al valore nelle decisioni di investimento, quindi basate solamente su quegli aspetti economici oggettivi che si potrebbero, in un modo abbastanza rude, definire “classici”. Ad oggi tale pratica risulta essere obsoleta, in quanto gli investitori tengono in considerazione molteplici aspetti nelle decisioni di investimento e non solo fattori di tipo economico. Nella valutazione dei rischi e dei rendimenti attesi di un investimento assumono sempre più importanza i fattori ESG, ovvero questioni ambientali, sociali e di governance. Tale cambiamento di prospettiva nasce dal fatto che nel corso degli anni si sono verificate numerose perdite di valore nel portafoglio degli investitori a causa di problemi legati alla sfera ambientale (ad esempio il caso Volkswagen del 2015), alla sfera sociale (si pensi alle critiche rivolte ad Amazon per le condizioni di lavoro imposte ai dipendenti o al caso dei lavoratori asiatici dei grandi gruppi aziendali del fast-fashion) e alle pratiche di governance aziendali (come accaduto ad esempio con Parmalat, caso eclatante nel 2003, o più di recente con il caso plusvalenze della Juventus nel mondo del calcio). La grande importanza che stanno accumulando le valutazioni di tipo extra-economico sul rischio di investimento è testimoniata anche dal fatto che molte società di consulenza (ad esempio le *big four*) stiano implementando funzioni innovative al loro interno, al fine di mettere al servizio dei loro clienti team di professionisti in

ambito ESG, o ancora dal grande impegno di organizzazioni non-profit come CFA Institute nel fornire conoscenza e consapevolezza delle tematiche in questione ai propri investitori.

In questo lavoro si ha l'obiettivo di andare a definire quale sia il livello di consapevolezza e di attuazione "sul campo" di pratiche ESG all'interno delle piccole e medie imprese, selezionate nelle regioni Marche e Abruzzo. Nello specifico, nel primo capitolo si tratterà più in profondità dell'importanza che le pratiche ESG hanno all'interno delle valutazioni di investimento. Proseguendo, nel capitolo secondo si parlerà dell'inquadramento normativo delle PMI, della loro importanza per l'economia non solo italiana e delle complessità che esse sono chiamate a fronteggiare nei confronti del tema sostenibilità. Nel capitolo terzo verrà fornita una spiegazione di quella che è la metodologia operativa scelta per portare a termine la valutazione delle imprese selezionate, la quale verrà trattata nello specifico all'interno del capitolo quarto.



# **CAPITOLO 1: INVESTIMENTI SOSTENIBILI E RESPONSABILI (SRI): ASPETTI DEFINITORI**

## **1.1 DEFINIZIONE DI SRI**

L'acronimo SRI, in inglese, indica un investimento sostenibile e responsabile (*sustainable and responsible investment*); non si tratta quindi di un nuovo strumento messo a disposizione dalla finanza ma semplicemente di un nuovo modo di fare investimenti. Tale metodologia non si focalizza solamente sugli aspetti più "economico-finanziari", quali ad esempio l'analisi del rapporto rischio-rendimento, ma ingloba al suo interno delle valutazioni di tipo extra-finanziarie, concentrandosi principalmente su quelli che comunemente vengono definiti fattori ESG (*environment, social, governance*), ovvero questioni ambientali, sociali e di governance. È tuttavia doveroso, prima di procedere con l'analisi dell'investimento sostenibile e responsabile (che verrà trattato con la sigla SRI d'ora in avanti), cercare di dare una definizione di quello che è l'SRI stesso: in linea di massima, si può dire che non esiste ancora al giorno d'oggi una definizione univoca di SRI, come riportato nel testo dello SRI study, svolto da Eurosif<sup>1</sup> nel 2014:

---

<sup>1</sup> Eurosif, *European SRI study 2014*, 2014, [www.eurosif.com](http://www.eurosif.com)

*The decision of whether something is 'SRI' is very much coloured by the cultural and historical diversity of Europe and, as noted in the 2012 Study: "At this stage, no consensus on a unified definition of SRI exists within Europe, whether that definition focuses on processes used (referred to as strategies in this study), sought outcomes or depth and quality of the processes applied". The present edition of the European SRI Market Study does not, therefore, impose a specific definition of SRI and the Study continues to cover "any type of investment process that combines investors' financial objectives with their concerns about Environmental, Social and Governance (ESG) issues."*

Nel 2016 Eurosif<sup>2</sup> ha comunque deciso di arrivare a dare una definizione di SRI che potrebbe non essere univoca ma cerca di comprendere in essa il maggior numero di manifestazioni del fenomeno SRI:

*"Sustainable and Responsible Investment ("SRI") is a long-term oriented investment approach, which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies."*

---

<sup>2</sup> Eurosif, *European SRI study, 2016*, 2016, [www.eurosif.com](http://www.eurosif.com)

Dalla definizione di Eurosif del 2016, si possono dedurre quali siano gli elementi chiave di un SRI:

- È una metodologia di investimento e non uno strumento. Tale conclusione può essere derivata dall'utilizzo di termini quali “*approach*”, “*discipline*” e “*strategy*”;
- L'obiettivo è quello di creare dei ritorni economici positivi per l'investitore nel tempo e, al tempo stesso, creare quelle che nelle discipline economiche vengono definite “esternalità positive” per la società, influenzando il comportamento delle imprese (un comportamento sostenibile e responsabile dell'impresa attrae un maggior numero di investitori, creando più “appetibilità” dell'impresa stessa, e genera, al tempo stesso, effetti benefici per la società in generale);
- L'orizzonte di riferimento è il M/L periodo;
- È un modo di investire che integra al suo interno dei criteri applicativi relativi alle tematiche ESG;
- È complementare ai tradizionali modelli di analisi degli investimenti e non alternativo.

## 1.2 I FATTORI ESG

I fattori ESG sono le colonne portanti degli SRI. Tali fattori sono rappresentati da *environment* (E), *social* (S) e *governance* (G). L'approccio ESG deriva da un concetto introdotto negli anni '90 noto come TBL o "Triple Bottom Line" (oppure PPP: "Persone, Pianeta, Profitti"), il quale si sostanzia nel fatto che le aziende non si concentrino solamente sul conseguimento dei profitti ma anche sul benessere delle persone e del pianeta, che sono ritenuti altrettanto importanti per la sostenibilità aziendale. Tenendo conto del fatto che l'approccio ESG è una sorta di "evoluzione" del concetto TBL, andiamo ad analizzare più nel dettaglio ciascuna delle componenti:

- **Environment:** i criteri ambientali analizzano come un'azienda contribuisce a perseguire determinati obiettivi ambientali (ad esempio: rifiuti, emissione di gas serra, approccio e contribuzione al cambiamento climatico, ecc...). Vanno quindi ad analizzare i rischi che legano l'attività aziendale e il cambiamento climatico, l'attenzione dell'azienda nei confronti dell'emissione di CO<sub>2</sub> e altri gas nocivi per l'ambiente e l'efficienza aziendale nella riduzione dello spreco di energia, che si sostanzia nell'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili e un razionale utilizzo delle risorse naturali;
- **Social:** la sfera *social* va ad analizzare come le imprese interagiscono e trattano le persone con le quali entrano in contatto. L'analisi sociale

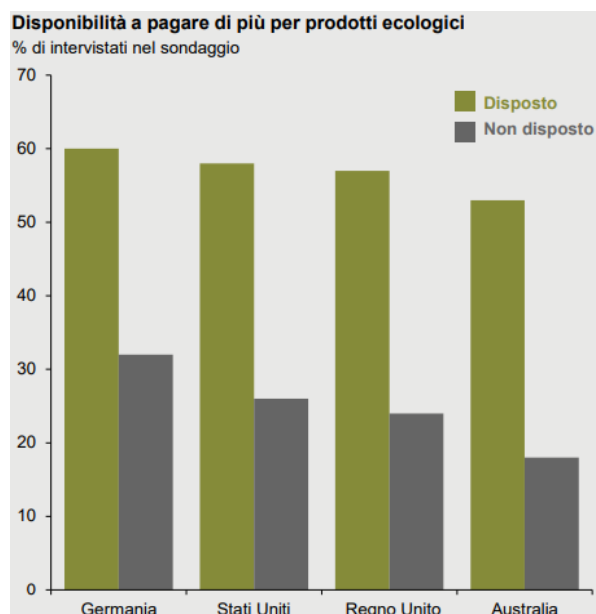
include la valutazione di politiche qualitative per l'ambiente di lavoro, per le relazioni sindacali, per il controllo della catena di fornitura, oltre che l'attenzione alle diversità di sesso, abilità ed età. Valuta inoltre gli standard lavorativi, le condizioni di sicurezza sul posto di lavoro, il rispetto dei diritti umani e, più in generale, l'assunzione di responsabilità sociale a tutto tondo. Si tratta quindi di un'analisi che non viene condotta solamente riguardo la sfera sociale interna all'azienda (dipendenti, dirigenti, ecc...) ma anche riguardo quella esterna (fornitori, creditori, debitori, ecc...);

- Governance: i criteri di governance mantengono il focus sul modo in cui un'azienda viene amministrata (remunerazione dei dirigenti, strategia e pratiche fiscali, corruzione e abuso d'ufficio, diversità e struttura del consiglio, ecc...). Riguardano quindi l'etica e la trasparenza del governo societario, la presenza di consiglieri indipendenti o non esecutivi, le politiche di diversità nella composizione del CDA, la presenza di piani ed obiettivi di sostenibilità legati alla remunerazione dell'organo amministrativo, oltre che, le procedure di controllo e le policy applicate. Più in generale, si può dire che i criteri di governance misurano l'etica e la conformità dei comportamenti dei vertici aziendali, che si sostanziano nella valutazione del comportamento dell'azienda stessa.

Effettuare una valutazione ESG non è facile. Per quanto riguarda i rating strettamente finanziari (di merito creditizio ad esempio) esistono delle variabili misurabili e comunemente riconosciute; per quanto riguarda il rating ESG sorgono molte più valutazioni da porre in essere, sia di natura qualitativa che quantitativa, che possono variare a seconda della tipologia di impresa che viene analizzata, e possono essere osservate numerose caratteristiche per ciascuna area E, S o G.

### **1.3 L'IMPORTANZA DELLA VALUTAZIONE ESG**

Valutare aspetti ambientali, sociali e di governance di un'azienda, oltre agli indicatori di natura più finanziaria, permette di capire quali sono le reali prospettive e le capacità aziendali di generare valore e produrre risultati economici notevoli per gli investitori nel M/L periodo, nell'ottica di una voluta e necessaria transizione ecologica, attenzione alle condizioni sociali e liceità delle pratiche governative aziendali adottate.



**Figura 1** Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/insights/market-insights/seven-essentials-of-esg-investing-it.pdf>

Il grafico in Figura 1, mostra la disponibilità dei consumatori in alcuni Stati del mondo, più precisamente in Germania, USA, UK e Australia, a pagare prezzi maggiori per prodotti più *green*, quindi più ecologici. Lo studio è stato condotto dal JP Morgan nel 2020 al fine di evidenziare l'importanza delle tematiche ESG sulle performance aziendali e sul benessere sociale globale. Faremo riferimento a tale lavoro anche per considerazioni che verranno fatte successivamente. In tutti i Paesi analizzati dal JP Morgan almeno il 55% dei consumatori si dice favorevole a pagare prezzi più alti per prodotti più *eco-friendly*. Apparentemente, il dato potrebbe risultare irrilevante ma può essere utilizzato come un buon esempio a

sostegno del fatto che le scelte sostenibili possono essere dei fattori importanti per le aziende al fine di raggiungere un numero più elevato di clienti ed acquistare quindi quote di mercato maggiori. Da ciò deriva che applicazioni di politiche aziendali sostenibili contribuiscono ad aumentare la percezione di valore che i clienti hanno del prodotto/servizio loro offerto e ciò è indubbiamente una conseguenza positiva per l'impresa (che acquista sia un numero maggiore di clienti sia un numero maggiore di possibili investitori, attratti dai risultati economici conseguiti) e la società nel complesso.

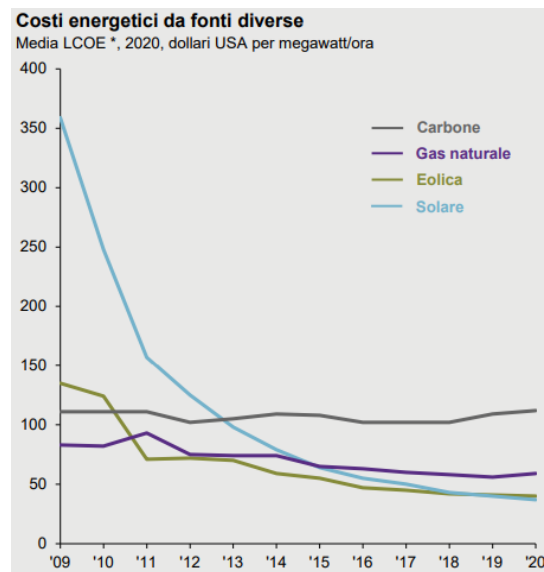
A parte questo banale ma efficace esempio (che comunque prende in considerazione solamente la sfera ambientale ed è solamente una minima parte del lavoro portato avanti dall'indagine del JP Morgan), numerosi sono gli studi che hanno cercato di trovare una correlazione tra l'attuazione di politiche sostenibili e i risultati economici conseguiti dall'impresa derivanti da esse, almeno in linea teorica. Nella maggior parte dei casi, gli studiosi convergono sull'idea che tale correlazione esista e sia di natura positiva, ovvero le aziende che effettuano scelte sostenibili conseguono risultati migliori rispetto a quelle che continuano ad operare adottando un approccio orientato semplicemente al profitto. Sempre prendendo in considerazione il lavoro svolto dal JP Morgan cui si accennava poc'anzi, vengono presentati i fattori che inducono maggiormente le imprese a effettuare degli investimenti sostenibili.



Per quanto riguarda la sfera *environment*, negli accordi di Parigi siglati nel 2015 è ben definito l'obiettivo di portare gli investimenti sostenibili totali tra i 2'000 e i 2'500 miliardi di dollari/anno entro il 2030. Al momento dell'indagine, svolta tra il 2020 e il 2021 l'ammontare totale di investimenti sostenibili attesi tra i Paesi partecipanti all'accordo era di circa 750 miliardi di dollari/anno; è quindi necessaria una accelerazione significativa per raggiungere gli obiettivi posti in essere dagli accordi di Parigi, soprattutto se si considera che dal 2015 (anno di stipula degli accordi) al 2021 il flusso di tali investimenti è aumentato globalmente di "soli" 100 miliardi di dollari/anno circa. Inoltre, a ciò fa seguito anche una riduzione dei costi delle risorse rinnovabili rispetto al costo delle risorse "tradizionali" (carbone, petrolio e gas naturale) utili alla produzione di energia, soprattutto elettrica. Nel grafico di seguito rappresentato è riportata la media LCOE<sup>3</sup> delle variazioni di costo di energia elettrica:

---

<sup>3</sup> "LCOE è il costo livellato dell'energia, il valore attuale netto del costo unitario dell'elettricità durante l'intera vita di un attivo per la produzione energetica."

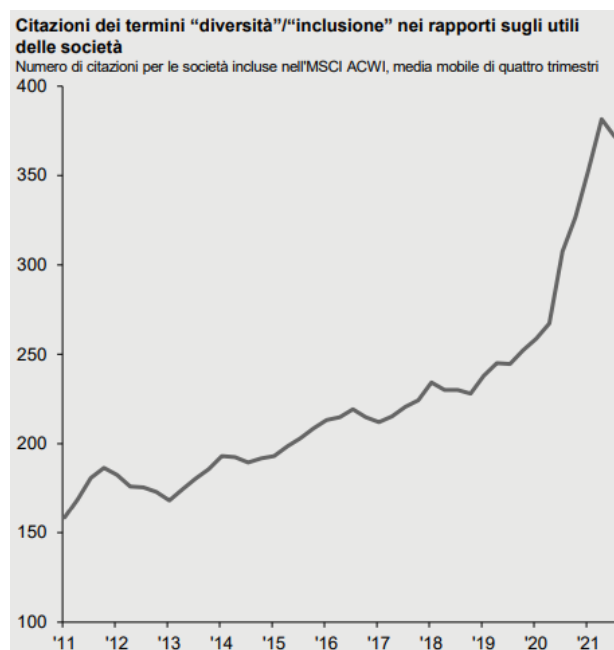


**Figura 2** Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/insights/market-insights/seven-essentials-of-esg-investing-it.pdf>

Dal grafico in Figura 2 viene subito notata la riduzione di costo subita dall'energia solare, che tra il 2009 e il 2020 ha “perso” circa 300 dollari per megawatt/ora, mentre il costo del carbone e del gas naturale è rimasto più o meno lo stesso (leggermente in rialzo il secondo e leggermente in ribasso il primo) e il costo dell'energia eolica si è ridotto di circa il 60%.

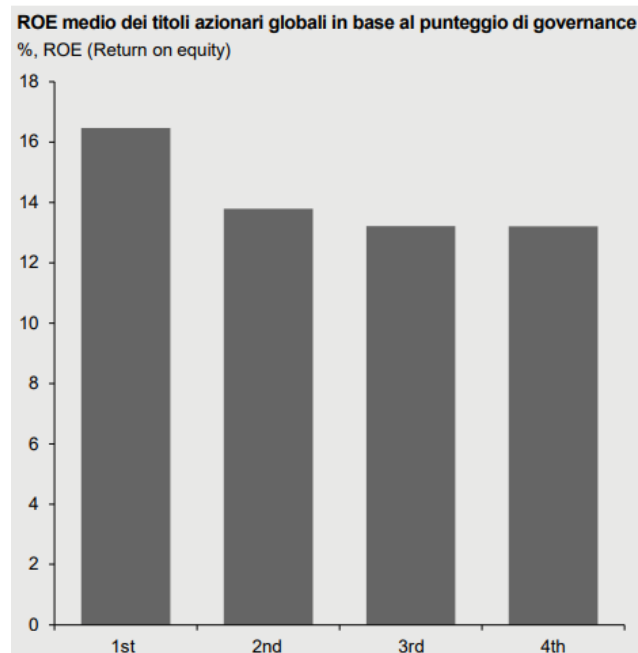
Per quanto riguarda la sfera *social*, si fa leggermente più complicato analizzare dei dati di natura quantitativa come nel caso della sfera *environment*; andando ad analizzare i bilanci delle società (non necessariamente il bilancio di sostenibilità, che molte PMI neanche redigono), si evince che nella maggior parte dei casi le imprese dedicano ai temi concernenti i diritti umani e il trattamento dei dipendenti sempre maggiori spazi. Come si vede dal grafico in figura 3, derivante

sempre dallo studio condotto dal JP Morgan, la citazione di vocaboli quali “diversità” ed “inclusione” nel rapporto sugli utili delle società è aumentata significativamente negli anni compresi tra il 2011 e il 2020, determinando quindi una sempre più crescente attenzione riguardo la sfera sociale dell’impresa da parte dei redattori del bilancio, nel quale gli illustrano le politiche riservate dei dipendenti, e da parte degli investitori, i quali non accettano di investire in società che non garantiscono sufficiente tutela delle condizioni di lavoro dei dipendenti aziendali o non garantiscono parità di trattamento tra le varie persone sulla base di differenze di sesso, culturali e/o religiose.



**Figura 3** Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/insights/market-insights/seven-essentials-of-esg-investing-it.pdf>

Per quello che concerne la sfera *governance*, è dimostrato empiricamente nello studio, che titoli azionari globali con un punteggio di *governance* più alto riescono ad aver un ritorno sul capitale conferito (ROE: *return on equity*) maggiore di quelli che hanno *scoring* più bassi di *governance*. Pur non essendo ciò una verità assoluta, l'informazione è statisticamente rilevante; non potrebbe essere altrimenti se si considera che le azioni poste in essere da un'azienda, quindi dal *board*, incidono direttamente sulla performance e l'immagine aziendale: operazioni sospette/non completamente trasparenti o eccessivamente rischiose non incontrano solitamente il favore positivo né degli investitori né degli *stakeholders* dell'azienda. Per questo motivo, atti di ordinaria o straordinaria gestione, apparentemente meno efficaci da un punto di vista economico, ma più "trasparenti" e, appunto, sostenibili hanno maggiore probabilità di convincere sia investitori che *stakeholders*, migliorando le performance economico-finanziarie e l'immagine dell'azienda.



**Figura 4** Fonte: Bloomberg, MSCI, J.P. Morgan Asset Management

*“I titoli azionari globali sono rappresentati dagli elementi costitutivi dell'Indice MSCI All-Country World sulla base della disponibilità dei dati. Raggruppiamo gli elementi costitutivi in quartili sulla base di un'analisi proprietaria degli accordi di governance condotta da J.P. Morgan Asset Management, quindi calcoliamo un ROE medio equamente ponderato per ciascun gruppo.”<sup>4</sup>*

In sintesi si può dire che l'approccio ESG può essere considerato come un fattore su cui le imprese possono puntare per essere più appetibili per gli investitori e per migliorare l'efficienza e l'efficacia aziendale in generale, oltre a

<sup>4</sup> Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/insights/market-insights/seven-essentials-of-esg-investing-it.pdf>, slide n°8

generare esternalità positive sulla società. Come sostenuto anche da PwC (PricewaterhouseCoopers), una delle società “*big four*” in materia di servizi alle imprese:

*“ESG is more than ticking boxes. It’s about making a difference - for your business and our world. Creating sustained outcomes that drive value and fuel growth, whilst strengthening our environment and societies.”*<sup>5</sup>

#### **1.4 LE AGENIZE DI RATING ESG:**

Le agenzie di rating sono di formazione piuttosto recente e, come intuibile, il loro scopo è quello di fornire una valutazione delle questioni ambientali, sociali e di governance di imprese, Stati sovrani, organizzazioni sovranazionali e altre entità<sup>6</sup>. Come spesso accade nei mercati di qualsiasi tipologia, anche il numero delle agenzie di rating ESG si è notevolmente ridotto da quando la valutazione della sostenibilità degli investimenti ha cominciato ad assumere più importanza.

Oggi, a causa di fusioni/acquisizioni, questioni relative all’indipendenza tra soggetto valutatore/soggetto valutato, e difficoltà di reperire informazioni (molte volte a tal fine sono necessarie notevoli quantità di risorse, monetarie e non, che solo le aziende più grandi riescono a trovare), i rating ESG si concentrano nelle

---

<sup>5</sup> Fonte: [https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg.html?WT.mc\\_id=CT3-PL300-DM1-TR2-LS4-ND30-TTA9-CN\\_the-new-equation-esg&gclsrc=ds&gclsrc=ds](https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg.html?WT.mc_id=CT3-PL300-DM1-TR2-LS4-ND30-TTA9-CN_the-new-equation-esg&gclsrc=ds&gclsrc=ds)

<sup>6</sup> Fonte: Dal Maso, D., Fiorentini, G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l’investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013

mani di poche agenzie. Le operazioni, che ogni agenzia adotta al fine di costruire un modello che possa essere applicato per effettuare le valutazioni ESG necessarie, dalla raccolta dei dati (utilizzando questionari piuttosto che interviste dirette o altro) all'analisi degli stessi, non sono tutte uguali ma variano da agenzia in agenzia; da ciò deriva che anche i modelli, che ognuna di esse applica, possono essere molto differenti tra loro, pur tenendo in considerazione, più o meno, sempre le solite variabili. Al fine di dare un esempio concreto di quanto possano essere differenti le metodologie di valutazione utilizzate, nel prossimo paragrafo sarà illustrato un esempio di agenzia di rating e modello da essa applicata: *FTSE4Good*. I rating ESG sono necessari, oltre che per i gestori di fondi di investimento o semplici investitori che intendano “scommettere” su titoli sostenibili, anche e soprattutto per la costruzione di alcuni indici SRI per decidere quali entità economiche (imprese, Stati sovrani, ecc...) possano entrare a far parte dell'indice e quali invece debbano essere escluse.

Affinché possano essere riconosciute come tali, le agenzie di rating sono tenute al rispetto di alcuni principi utili ad ottenere una certificazione che oggi prende il nome di ARISTA 3.0®. Un'agenzia che vuole ottenere tale certificazione deve completare una matrice di trasparenza con le informazioni richieste (Transparency Matrix, ARISTA TM 3.0®<sup>7</sup>) e rispettare 11 principi di carattere più generale e 9 principi di integrità, consultabili tramite il link

---

<sup>7</sup> [https://ecodes.org/documentos/Transparency\\_Matrix.pdf](https://ecodes.org/documentos/Transparency_Matrix.pdf)

disponibile nella nota (7). La certificazione che le agenzie devono ottenere ha come obiettivo quello di rendere affidabile per gli investitori il complessivo giudizio extra-finanziario fornito e, per quanto possibile, “uniformare” il giudizio dei vari *raters*, dato che, come già detto in precedenza, i modelli utilizzati sono in alcuni casi molto diversi tra loro e possono portare a giudizi completamente differenti per una stessa impresa (l’obiettivo non è quello di snaturare il modello di ogni agenzia ma renderlo più facilmente comparabile con quello di un’ altra; sta poi all’investitore scegliere su quale modello fare più affidamento). Al 2015 le agenzie di rating che hanno ottenuto la certificazione sono 11 in tutto il mondo.

#### *1.4.1 FTSE 4Good: azienda e metodologia di rating*

Gli indici FTSE 4Good sono forniti da FTSE Russel, tra i più importanti “fornitori” di indici al mondo. FTSE Russel è un provider moderno, nato nel 2015, ed è il risultato della fusione tra le due società che originano il nome: FTSE e, appunto, Russel. FTSE Russel concentra la sua attenzione principalmente sulla costruzione e fornitura di indici per investimenti responsabili e sostenibili (FTSE 4Good Index Series), orientati quindi ai fattori ESG. Alla base degli indici forniti vi sono quindi le valutazioni ESG sulle varie compagnie analizzate.



Ai fini del rating aziendale<sup>8</sup>, FTSE Russel individua 14 temi (5 per i pilastri E e S e 4 per il pilastro G) a loro volta divisi in più di 300 indicatori:

- Environment:
  - Cambiamento climatico;
  - Utilizzo dell'acqua;
  - Biodiversità;
  - Inquinamento e risorse;
  - Catena di fornitura
- Social:
  - Salute e sicurezza;
  - Standards di lavoro;
  - Diritti umani e comunità;
  - Responsabilità per il consumatore;
  - Catena di fornitura
- Governance:
  - Anti-corrruzione;
  - Trasparenza fiscale;
  - Gestione del rischio;
  - Corporate governance.

---

<sup>8</sup> Fonte: <https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good>

Agli indicatori (che sono quindi la base della valutazione) viene attribuito un livello di esposizione su una scala da 0 (esposizione inesistente o trascurabile) a 3 (esposizione elevata). Se l'esposizione riscontrata è valutata 0, allora quell'indicatore non viene considerato nell'assegnazione del punteggio di rating finale (le società non sono tutte valutate in base agli stessi indicatori ma solo in base a quelli a cui sono significativamente esposte). Successivamente viene attribuito un punteggio su una scala da 1 a 5 per valutare il livello di responsabilità che la società valutata si assume nei confronti di quel determinato indicatore (quanto bene lo approccia). Salendo nella piramide delle componenti del rating, il punteggio ottenuto da ogni tema è la risultante di una matrice che combina l'esposizione a quel tema (intesa come media delle esposizioni degli indicatori che lo compongono) e la percentuale di punteggio ottenuta dagli indicatori che compongono lo stesso:

		<b>Bassa</b>	<b>Media</b>	<b>Alta</b>
<b>Percentuale punteggio</b>	<b>0</b>	0%	0%	0%
	<b>1</b>	0-5%	1-5%	1-10%
	<b>2</b>	6-10%	6-20%	11-30%
	<b>3</b>	11-30%	21-40%	31-50%
	<b>4</b>	31-50%	41-60%	51-70%
	<b>5</b>	51-100%	61-100%	71-100%
		<b>Esposizione</b>		

Una volta ottenuto il punteggio dei temi, salendo nella piramide, è necessario attribuire un punteggio ai singoli pilastri dell'analisi. Il punteggio di tali pilastri è

dato dalla sommatoria delle moltiplicazioni tra il punteggio di ogni tema e la sua esposizione fratto la sommatoria delle esposizioni di ogni tema:

$$\text{Punteggio pilastro} = \frac{\sum(P_i * E_i)}{\sum(E_i)},$$

per i che va da 1 a 5 (numero di temi significativi nella valutazione).

Il punteggio di rating finale è dato dalla sommatoria delle moltiplicazioni tra il punteggio del singolo pilastro e la sua esposizione (intesa anche qui come media delle esposizioni dei temi che lo compongono) fratto la sommatoria delle esposizioni di ogni pilastro:

$$\text{Rating finale} = \frac{\sum(P_i * E_i)}{\sum(E_i)},$$

per i che va da 1 a 3 (numero di pilastri).

Il calcolo del rating ESG effettuato da FTSE Russel tiene in considerazione solamente dati disponibili pubblicamente<sup>9</sup>.

Così come MSCI, anche FTSE 4Good non ammette all'interno dei propri indici aziende che sono coinvolte nella produzione e/o vendita di prodotti/servizi appartenenti ad alcuni settori quali: Tabacco, sistemi di armi, componenti di armi controverse (mine anti-uomo, armi nucleari, ecc...) e carbone (solo quelle aziende appartenenti al sottosettore Carbone (1771) secondo l'ICB). Tuttavia le aziende che sono coinvolte nel settore dell'energia nucleare possono entrare a far parte

---

<sup>9</sup>Fonte:

[https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE4Good\\_Index\\_Series\\_Ground\\_Rules.pdf](https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE4Good_Index_Series_Ground_Rules.pdf)

dell'indice purchè soddisfino almeno 16 indicatori sui 17 totali relativi al tema “salute e sicurezza”. Se un'azienda vuole entrare a far parte di un indice<sup>10</sup> deve avere un rating minimo di 3,3 (se appartenente ad un Paese sviluppato) o di 2,9 (se appartenente ad un Paese in via di sviluppo). Per non essere escluse dall'indice (si parla quindi di aziende già facenti parte dello stesso), ogni azienda non deve avere un rating totale minimo inferiore a 2,9 o un punteggio pari a 0 per temi valutati con elevata esposizione (se appartenente ad un Paese sviluppato) o un rating totale minimo inferiore a 2,4 (se appartenenti ad un Paese in via di sviluppo). Un'azienda comunque non viene esclusa a prescindere se va al di sotto di tali soglie ma viene considerata “a rischio”; viene esclusa dall'indice se entro 12 mesi la soglia minima stabilita non viene ripristinata.

---

<sup>10</sup>Fonte:

<https://research.ftserussell.com/products/index-notices/home/getmethodology/?id=2593843>

## **CAPITOLO 2: LE PMI IN EUROPA E IN ITALIA**

Dopo aver analizzato l'importanza dei fattori ESG per la valutazione delle imprese e aver fornito degli esempi di metodologie di valutazione implementate da importanti provider, si può passare ad un'analisi delle PMI, dell'ambiente in cui esercitano le loro attività e di come il miglioramento di tematiche legate ai fattori ESG possa essere considerato un importante mezzo di crescita per le stesse.

### **2.1 CONSIDERAZIONI GENERALI: DEFINIZIONI E ASPETTI ECONOMICO-GIURIDICI**

Contrariamente a quanto si potrebbe pensare di primo impatto, il motore della crescita economica di un Paese o di organizzazioni politico-economiche sovranazionali, come ad esempio l'UE, non è determinato solamente dalle imprese quotate o, più in generale, di grandi dimensioni. Molto spesso, infatti le PMI sono la “sorgente” della conoscenza e delle innovazioni tecnologiche che contribuiscono a creare business sempre più all'avanguardia. L'importanza delle PMI, tuttavia, non si giustifica solamente in questo: tenendo come riferimento l'UE<sup>11</sup>, circa il 99% delle aziende presenti su tale territorio sono PMI, le quali offrono circa il 66% dei posti di lavoro complessivi occupati nell'Unione e contribuiscono per oltre il 50% alla creazione di valore aggiunto in Europa. Da

---

<sup>11</sup>Fonte: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/63/piccole-e-medie-imprese>

questi dati ne deriva che le PMI hanno un'importanza fondamentale, anche e soprattutto nello sviluppo della competizione tra le varie imprese; tale considerazione, per quanto scontata possa apparire, è invece molto importante per la delineazione degli aspetti giuridici relativi alle economie nazionali ed internazionali. Date le difficoltà oggettive che le PMI devono affrontare (ex.: l'accesso ai finanziamenti) e l'obiettivo di favorire la competizione tra imprese, avendo come punto di riferimento la tanto desiderata e discussa concorrenza perfetta, numerosi provvedimenti sono stati presi in favore di queste aziende, ad esempio lo SBA (Small business act), MAP (Multiannual Programme), ecc...

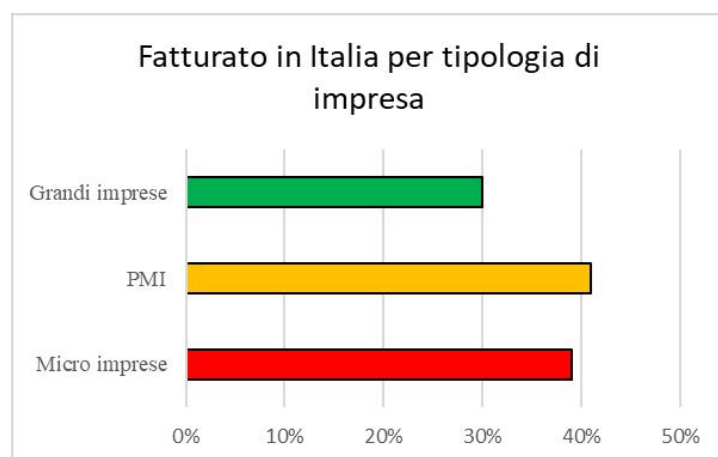
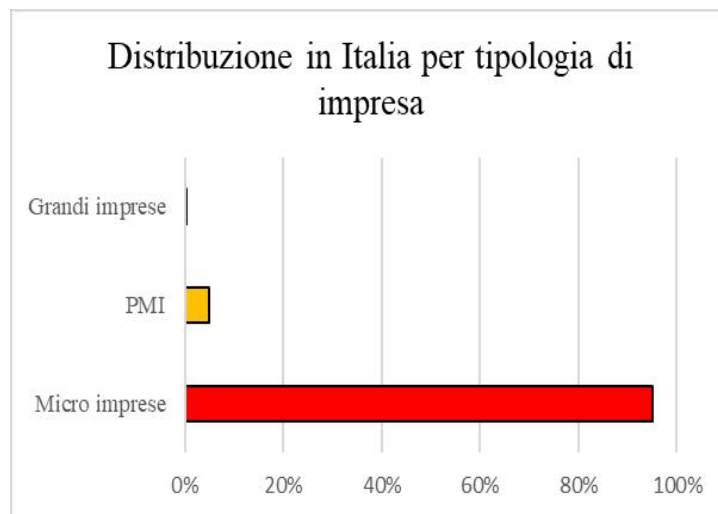
Per capire quali fossero le aziende destinatarie dei provvedimenti e sussidi emanati dall'Unione Europea, è stato necessario per tale organismo trovare una definizione univoca di PMI, dato che ogni Stato-membro ne aveva una diversa (ad esempio alcune di quelle che in Italia potevano essere considerate grandi imprese in UK erano classificate come PMI). Per l'UE sono:

- Piccole imprese, quelle che rispettano i seguenti parametri:
  - Dipendenti < 50;
  - Totale attività in stato patrimoniale  $\leq$  10 milioni di €;
  - Totale fatturato  $\leq$  10 milioni di €;
- Medie imprese, quelle che rispettano i seguenti parametri:
  - Dipendenti < 250;
  - Totale attività in stato patrimoniale  $\leq$  43 milioni di €;

- Totale fatturato  $\leq 50$  milioni di €;
- Micro-imprese, quelle che rispettano i seguenti parametri:
  - Dipendenti  $< 10$
  - Totale attività in stato patrimoniale  $\leq 2$  milioni di €;
  - Totale fatturato  $\leq 2$  milioni di €.

## 2.2 IMPATTO DELLE PMI NELL'ECONOMIA ITALIANA

Per quanto riguarda l'Italia, il 95% circa del totale delle imprese è classificato come micro-impresa (si fa sempre riferimento alla normativa europea). Le grandi imprese sono solamente lo 0,09% del totale delle imprese presenti sul territorio. Le PMI rappresentano quindi circa il 5% del totale delle imprese italiane; a dispetto di questa percentuale relativamente bassa, esse presentano dati molto interessanti: da sole contribuiscono al 41% dell'intero fatturato italiano e sono responsabili del 38% del valore aggiunto prodotto dal Paese. Contano, inoltre, circa un terzo degli occupati nel settore privato. I grafici sotto riportati sintetizzano graficamente tali informazioni fornite dall'Europarlamento.



**Fonte:** elaborazione personale su dati forniti dal Parlamento europeo

Relativamente alle performance, le PMI sono in linea con la media europea, sia in termini di produttività per singolo dipendente sia per fatturato medio e valore aggiunto prodotto. Contrariamente, micro imprese e grandi imprese sono ben lontane dagli standard medi europei<sup>12</sup>. Da questi dati si evince che le PMI

<sup>12</sup> Fonte: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/63/piccole-e-medie-imprese>



possiedono i requisiti giusti per essere il motore dell'economia italiana, quindi quelle che più di tutti danno al Paese la possibilità di avere *standards* di crescita economica più elevati. È a questo fine che occorre che tali imprese riescano a trovare le strategie di crescita a loro più congeniali.

## 2.3 IL RAPPORTO TRA LE PMI E LE TEMATICHE ESG

### 2.3.1 *Le green strategies*

Il concetto di strategia *green* si è evoluto nel corso del tempo: inizialmente, esprimeva l'attenzione alle tematiche ambientali da parte delle imprese che adottavano quindi strategie in linea con le necessità dei vari ecosistemi (ex.: produrre energia per i macchinari da fonti rinnovabili); oggi implementare una strategia *green* vuol dire implementare una strategia sostenibile che sia in grado di creare valore per l'impresa, per i suoi stakeholders e la società in generale. Ciò si sintetizza nella gestione degli aspetti non finanziari dell'impresa al fine di creare opportunità per le persone (che in qualche modo sono collegate all'impresa stessa) e difenderne i diritti e nella gestione dei rischi e degli impatti derivanti dalle attività operative. Il fine delle strategie *green* non è unilaterale: oltre a cercare di crearsi un vantaggio competitivo, l'impresa che implementa tali strategie mira a raggiungere di solito ad un target di cosiddetti "consumatori etici" ma anche a crearne degli altri. Con consumatore etico si intende colui che acquista prodotti/servizi non per puro interesse personale ma secondo principi politici, religiosi, sociali, spirituali, ambientali o di altro tipo<sup>13</sup>. Queste strategie, quindi, offrono non solo la possibilità di occupare un determinato mercato (con diverse

---

<sup>13</sup> Fonte: <https://www.ethicalconsumer.org/>

imprese già presenti al suo interno) ma anche quella di “creare” consumatori interessati ai prodotti/servizi offerti, quindi un nuovo mercato. L’approccio ai mercati e all’attività di impresa tramite strategie *green* rientra nelle caratteristiche della cosiddetta economia circolare<sup>14</sup>. Ai fini della valutazione ESG, l’approccio *green* ha un impatto significativo nello scoring finale, se ben implementato.

Purtroppo, le PMI che adottano stabilmente strategie di questo tipo in Italia sono ancora poche. Tuttavia, nel tempo, anche a causa dei cambiamenti nei gusti e nelle percezioni dei consumatori e le problematiche relative all’ambiente e ai diritti umani sorte negli anni, il numero di imprese di dimensioni medio-piccole che si sono interessate all’implementazione di strategie sostenibili è cresciuto e, almeno in linea teorica, dovrebbe continuare ad aumentare.

### 2.3.2 La “sfida” ESG per le PMI

Tornando a parlare strettamente di rating ESG: è davvero così importante per le PMI avere un buon punteggio di sostenibilità? Il rating permette di avere un valore che funga da presentazione di un’azienda e, per molte PMI che operano all’interno di catene del valore complesse, può diventare un fattore abilitante per proteggere la propria posizione, per valorizzarla o in alcuni casi per garantire la continuità del business. Molto spesso infatti le PMI si trovano immerse in una realtà più ampia, in punti diversi della catena della produzione del valore. Più tale

---

<sup>14</sup> Si definisce economia circolare “*un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile. In questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, contribuendo a ridurre i rifiuti al minimo. Una volta che il prodotto ha terminato la sua funzione, i materiali di cui è composto vengono infatti reintrodotti, laddove possibile, nel ciclo economico. Così si possono continuamente riutilizzare all’interno del ciclo produttivo generando ulteriore valore*”. Fonte: <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/economy/20151201STO05603/economia-circolare-definizione-importanza-e-vantaggi>

catena è complessa, tanto più è probabile che l'impresa oggetto di valutazione abbia a che fare con altre entità che richiedano determinati standard di sostenibilità, utili a migliorare anche il proprio: ad esempio, un'impresa che vuol fare della sostenibilità il suo punto di forza difficilmente venderà o si approvvigionerà da un'entità che adotta un business model contrario a quei valori su cui essa stessa vuole "far leva". Un'altra forza che preme sulla necessità per le PMI di adottare modelli di business sostenibili è data dalla regolamentazione: tale forza risulta essere correlata alla precedente, in quanto sono sempre di più (anche se ancora poche) le imprese che sono chiamate per *compliance* a redigere delle dichiarazioni di tipo non-finanziario (ad esempio DNF).

La diretta conseguenza di tutto ciò è che occorre adattarsi alle caratteristiche che tutte le *value chain* saranno costrette a richiedere, in modo da poter difendere o consolidare la propria posizione all'interno di un mercato, anche in ottica di gestione dei costi e dei carichi di lavoro che potrebbero derivare dalle richieste di diversi stakeholders. A tal proposito, si riportano le dichiarazioni di Sergio Fumagalli, Senior Partner P4I, Team leader sostenibilità<sup>15</sup>:

*“E’ importante che ciascuna azienda sia nella condizione di prevenire e di prepararsi. Ogni azienda deve saper comprendere appieno i temi materiali e definire una propria matrice di materialità, costruendo un proprio profilo, fatto di informazioni quantitative e qualificative che siano significative innanzitutto per l’azienda stessa e che consentano anche di rispondere alle richieste dei committenti, come delle banche o di altri stakeholder interessati, con uno sforzo contenuto.”*

---

<sup>15</sup> Fonte: esg360.it

## **CAPITOLO 3: PROCESSO DI ANALISI**

Dopo questa lunga carrellata di informazioni preliminari, utili a capire l'importanza della tematica oggetto di analisi, ci si può concentrare a spiegare come è stato effettuato lo studio della sostenibilità dei modelli di business delle PMI selezionate.

### **3.1 METODOLOGIA OPERATIVA**

Come già anticipato, in questo lavoro non si ha l'obiettivo di andare a formulare un giudizio di rating ESG su una singola azienda di notevoli dimensioni, come di consuetudine. Lo scopo è, invece, quello di effettuare un giudizio a livello globale per le PMI che operano nelle regioni Marche e Abruzzo, al fine di comprendere il peso che viene dato ai fattori ESG da tali imprese. Non esistendo una metodologia unica per valutare la sostenibilità delle PMI a livello globale, si è provveduto ad applicare la valutazione sviluppata da MSCI (di cui si illustreranno a seguire i principi alla base e i metodi di calcolo del rating) ad un campione di imprese, considerando il campione stesso un'entità unica. Gli step operativi applicati possono essere così riassunti:

- In prima istanza, si è provveduto ad estrarre un campione globale di 106 imprese abruzzesi e marchigiane (considerate PMI) dall'elenco depositato presso le rispettive camere di commercio;
- A tali imprese selezionate è stato fornito un questionario, articolando le domande in 3 macro-gruppi, uno per ogni area di interesse (E, S e G), più una parte generale riguardo il tema ESG, alle quali le imprese stesse hanno risposto in prima persona;

- È stato selezionato, quale modello da seguire per l'analisi, lo standard sviluppato da MSCI, in quanto ritenuto il più adatto e il più semplice da applicare per fornire il giudizio di rating, date le informazioni principalmente qualitative di cui si è in possesso;
- Si è valutata singolarmente ogni risposta ricevuta ed infine è stata fatta una media dei punteggi per calcolare lo *scoring* finale da attribuire alle varie aree a livello globale.

### 3.2 CONSIDERAZIONI PRELIMINARI AI FINI DELL'ANALISI

Le imprese selezionate come campione e, sulle quali è stata condotta l'analisi presentano le seguenti caratteristiche:

- Fatturato non superiore a 23 milioni di €;
- Numero di dipendenti non superiore a 250.

Per quanto riguarda fatturato e dipendenti, quindi, si tratta di imprese perfettamente in linea con quelle classificate come PMI dalla legislazione europea. Per questioni di non obbligo di pubblicità del bilancio, non è stato possibile consultare il totale attivo dello stato patrimoniale delle entità coinvolte nell'analisi, se non a costi spropositati. Tuttavia, consideriamo tale campione perfettamente in linea con la normativa, in termini di caratteristiche, dato il largo margine in termini di fatturato tra il più alto selezionato e quello previsto dalla normativa (50 milioni).

Prima di illustrare i risultati ottenuti tramite questionario e passare alla vera e propria valutazione della sostenibilità del modello di business, è doveroso considerare che 22 delle totali 106 imprese intervistate non hanno dato la disponibilità a compilare il questionario. I motivi del rifiuto sono stati comunicati tramite intervista telefonica diretta e riguardano principalmente:

- Nessuna conoscenza delle tematiche ESG;
- Indisponibilità a comunicare informazioni a terze parti;
- Totale indifferenza nei confronti delle questioni ESG.

Si precisa che ai fini del giudizio finale (in termini di punteggio) tali imprese non verranno considerate.

Si vogliono inoltre evidenziare (per semplice completezza di informazione) i settori all'interno dei quali operano le aziende che hanno dato maggiore disponibilità alla compilazione del questionario e i settori in cui operano quelle che ne hanno data meno:

- per quanto riguarda le prime, esse operano per lo più nel settore dei trasporti e della produzione di cibo/bevande non industriali;
- le seconde fanno riferimento principalmente alla compravendita di autoveicoli, alla produzione industriale (in senso stretto) e al settore delle costruzioni edilizie.

### 3.3 METODOLOGIA DI RATING APPLICATA

Come già detto in precedenza, la metodologia di valutazione che verrà applicata in questo lavoro differisce dall'esempio riportato all'interno del capitolo 1. Lo standard che verrà utilizzato da qui in avanti sarà quello elaborato da MSCI<sup>16</sup>. Da più di 40 anni MSCI fornisce strumenti orientati alla ricerca per gli investitori istituzionali. Adotta un approccio che mira a rendere il più trasparente possibile il mercato finanziario ed orientato alla sostenibilità. Si occupa quindi, nello specifico, di fornire “prodotti” al cliente per meglio valutare il rischio e la performance di un investimento.

Le fonti da cui MSCI raccoglie tutte le informazioni utili alla valutazione sono dati macroeconomici di una determinata area geografica (derivanti da ricerche di università, istituti di ricerca, governi, ecc...), dati divulgati dall'azienda stessa oggetto di valutazione ed infine dati contenuti in database governativi, media e altre fonti “terze”. Prima di parlare della valutazione vera e propria per ciascun pilastro ESG, è bene specificare che MSCI pone in essere una valutazione continua della società circa le controversie presenti all'interno della stessa<sup>17</sup>; l'obiettivo di tale valutazione (portata avanti in parallelo con la valutazione dei parametri ESG e non in momenti diversi: come già detto, è un'analisi continua) è quello di portare alla luce eventuali violazioni di principi

---

<sup>16</sup> <https://www.msci.com/>

<sup>17</sup> MSCI ESG Research, MSCI ESG Controversies, 2016, in [www.msci.com](http://www.msci.com)

e/o norme internazionali a cui l'impresa fa riferimento. Viene attribuito quindi un punteggio diverso in base alle controversie che sono venute alla luce (dal migliore al peggiore):

- Verde: assenza di controversie all'interno della società;
- Giallo: presenza di alcune controversie non strutturali ma moderate;
- Arancione: coinvolgimento della compagnia in controversie di tipo strutturale, di cui alcune o tutte sono ancora in corso;
- Rosso: la compagnia è coinvolta in gravi controversie.

Il punteggio che ciascuna compagnia ottiene si fonda su 5 diverse categorie, valutate tramite indicatori differenti per ciascuna di esse, ed è assegnato su una scala che va da 0 (punteggio peggiore) a 10 (punteggio migliore):

- Ambiente:
  - Biodiversità e uso del suolo;
  - Emissione di sostanze tossiche e scarti;
  - Energia e cambiamento climatico;
  - Stress idrico;
  - Scarti operativi;
  - Gestione della catena di fornitura;
  - Altri;
- Clienti:
  - Pratiche anticompetitive;



- Relazione coi clienti;
- Privacy e sicurezza dei dati;
- Marketing e pubblicizzazione;
- Sicurezza e qualità del prodotto;
- Altri
- Diritti umani e comunità:
  - Impatto sulle comunità locali;
  - Interesse nei diritti umani;
  - Libertà civili;
  - Altri
- Diritti lavorativi e catena di fornitura:
  - Relazioni sulla gestione del lavoro;
  - Salute e sicurezza;
  - Contrattazione collettiva e sindacati;
  - Discriminazione e diversità della forza lavoro;
  - Lavoro minorile;
  - Standard di lavoro della catena di fornitura;
  - Altri
- *Governance*:
  - Corruzione e frode;
  - Strutture di governo;

- Investimenti controversi;
- Altri

Il punteggio finale che ogni compagnia ottiene, quindi, dipende da questa analisi più l'analisi dei rischi legati ai fattori ESG a cui l'impresa è esposta. Per valutare questi ultimi rischi vengono individuati da 6 a 10 fattori-chiave di tipo ESG a seconda dell'ambiente (inteso come mercato/settore) nel quale una compagnia genera esternalità ambientali e sociali rilevanti. Fa eccezione la *corporate governance*, la quale viene valutata per tutte le imprese, indipendentemente dal settore industriale in cui operano. In base all'impatto relativo di ogni settore e all'orizzonte temporale di ogni rischio, viene attribuito un peso diverso ad ogni fattore-chiave, secondo la metodologia descritta da GICS (Global Industry Classification System)<sup>18</sup>. I fattori ESG sono composti da 10 temi principali e 37 fattori-chiave:

- Environment (E):
  - Cambiamento climatico:
    - Emissioni di diossido di carbonio;
    - Efficienza energetica;
    - Impronta carbonica di un prodotto;

---

<sup>18</sup> GICS è un sistema di classificazione gerarchico delle industrie valido a livello mondiale, sviluppato da MSCI e S&P Global. Consiste in 11 settori, 24 gruppi industriali, 68 industrie e 157 sotto-industrie. Per maggiori info: <https://www.msci.com/>

- Finanziamento dell'impatto ambientale;
- Vulnerabilità al cambiamento climatico;
- Risorse naturali:
  - Stress idrico;
  - Biodiversità e utilizzo del suolo;
  - Approvvigionamento di materie prime;
- Inquinamento e scarti:
  - Emissioni tossiche e scarti;
  - Materiale di imballaggio e scarti;
  - Scarti elettronici
- Opportunità ambientali:
  - Opportunità in tecnologia pulita;
  - Opportunità in bioarchitettura;
  - Opportunità in energie rinnovabili;
- Social (S):
  - Capitale umano:
    - Gestione del lavoro;
    - Salute e sicurezza;
    - Sviluppo del capitale umano;
    - Standard di lavoro della catena di fornitura
  - Responsabilità del prodotto:

- Sicurezza e qualità del prodotto;
- Sicurezza chimica;
- Sicurezza finanziaria del prodotto;
- Privacy e sicurezza dei dati;
- Investimento responsabile;
- Rischio di salute e demografico
- Opposizione degli *stakeholders*;
  - Approvvigionamento controverso
- Opportunità sociali:
  - Accesso alle comunicazioni;
  - Accesso ai finanziamenti;
  - Accesso a cure mediche;
  - Opportunità in nutrizione e salute;
- Governance (G):
  - Corporate governance:
    - Consiglio;
    - Metodi di remunerazione;
    - Proprietà;
    - Contabilità;
  - Comportamento dell'azienda:
    - Etica professionale;

- Pratiche anti-competitive;
- Corruzione e instabilità;
- Instabilità del sistema finanziario.

Ogni tema individuato viene valutato tramite una scala che va dallo 0 (punteggio peggiore) al 4 (punteggio migliore); nello specifico si attribuisce:

- 0: se la società è, nei confronti del tema valutato, nelle condizioni peggiori possibili o se non è stato possibile esprimere un giudizio per mancanza di informazioni;
- 1: se il tema valutato si limita a rispettare le normative (condizione di minimo-indispensabile);
- 2: se il tema valutato, oltre a rispettare i vincoli normativi ha subito l'implementazione di progetti di miglioramento;
- 3: se il tema valutato è in linea con gli standard considerati *benchmark*;
- 4: se l'azienda è un leader nei confronti del tema valutato, quindi un pioniere.

Il rating finale viene espresso da una lettera. Il punteggio massimo (migliore) è AAA mentre il punteggio minimo (peggiore) è CCC. È bene precisare che tali valutazioni non vanno intese come assolute ma interpretate tenendo in considerazione gli standard e le performance dei competitors che operano nello stesso settore industriale. In sintesi, quindi, il punteggio finale è una sommatoria

dei punteggi intermedi ottenuti per ogni fattore-chiave moltiplicato per il peso che ciascun tema, cui essi appartengono, assume nella valutazione; tale sommatoria viene poi corretta/normalizzata in base al settore industriale di appartenenza.

Per quanto riguarda la costruzione degli indici, per non dilungarci troppo, ci limitiamo a dire che MSCI considera non includibili nei suddetti tutte quelle aziende che generano una determinata percentuale di ricavi o un determinato ammontare degli stessi tramite prodotti appartenenti a questi settori: alcol, scommesse, tabacco, armi militari, armi da fuoco per civili, energia nucleare, intrattenimento per adulti e organismi geneticamente modificati (OGM). Le imprese che non operano in questi settori e vogliono essere incluse nell'indice devono avere un punteggio finale minimo BBB per essere considerate idonee ed un punteggio riguardo controversie relative a fattori ESG almeno pari a 3. Le imprese che sono già incluse nell'indice e vogliono restarci devono avere un rating finale minimo non inferiore a B ed un punteggio superiore a 0 per quanto riguarda le controversie relative a fattori ESG; il non rispetto di almeno uno di questi parametri determina l'esclusione dall'indice.

### **3.4 ADATTAMENTI METODOLOGICI**

Il modello di calcolo appena presentato è stato sviluppato per essere applicato su singole imprese. Inoltre, come già detto, al fine di dare un giudizio di sostenibilità su una o più imprese, si ha bisogno di dati sia quantitativi che

qualitativi. Nel caso di aziende quotate la reperibilità di tali informazioni è molto più agevolata, essendo le entità coinvolte soggette a maggiori obblighi informativi nei confronti dell'esterno. In questo caso, si parla di piccole e medie imprese, che molto spesso redigono un bilancio in forma abbreviata e non hanno obblighi di informativa extra-contabile. Di conseguenza, al fine di emettere un giudizio più generale, quindi su una pluralità di soggetti, si è reso necessario apportare alcuni adattamenti al modello, seppur ritenuto il più adatto a questo fine:

- La valutazione delle controversie a cui le imprese sono esposte viene tralasciata, in quanto diventa molto difficile generalizzare la situazione di una singola impresa al contesto generale. Inoltre, la metodologia applicata al fine di reperire le informazioni necessarie non permette di raccogliere informazioni in tal senso (se un'impresa fosse coinvolta in controversie più o meno gravi avrebbe tutto l'interesse a non divulgare l'informazione);
- MSCI assegna una sorta di rettifica (in negativo o in positivo) basata sulla valutazione di progetti ESG posti in essere dall'impresa oggetto di valutazione, in base alla fattibilità, la coerenza e l'efficacia prevista dei progetti stessi. Anche in questo caso, come nel precedente, tale assegnazione e valutazione viene trascurata in quanto non si conoscono i progetti (qualora ce ne fossero) che ogni singola impresa oggetto di analisi ha intenzione di implementare. Considerando anche l'oggettiva

difficoltà nel reperire risposte dagli interessati, l'inserimento nel questionario di tali richieste informative sarebbe stato di difficile applicazione e avrebbe ingrandito significativamente il carico di domande a cui ciascuna entità avrebbe dovuto rispondere;

- Eventuali aggiustamenti di punteggio derivanti dalla valutazione dei 10 temi ESG individuati da MSCI, verranno operati tenendo in considerazione tutte quelle informazioni che è stato possibile reperire dalle aziende tramite una breve intervista telefonica effettuata precedentemente all'invio del questionario.



## **CAPITOLO 4: ANALISI DEI RISULTATI OTTENUTI E VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITA' DEI MODELLI DI BUSINESS**

Si può ora passare a quello che è il capitolo più importante di questo lavoro. Da qui in avanti verranno illustrati i risultati ottenuti durante la ricerca e verrà quindi fornita una valutazione ESG dei modelli di business delle PMI coinvolte, utilizzano il modello di calcolo di rating sviluppato da MSCI, ma con alcune modifiche, in quanto ritenuto il più adatto per le condizioni di analisi. Si fa presente che alcuni grafici, utilizzati come materiale a supporto della valutazione di uno specifico tema o di uno specifico fattore-chiave, possono essere presentati più di una volta in quanto funzionali a operare considerazioni su più elementi.

### **4.1 ENVIRONMENT**

Per quanto riguarda la sfera *environment*, il punteggio finale ottenuto è pari a 2. Nella tabella sotto riportata sono stati riassunti i punteggi dei temi di tale categoria, valutati sulla base dei fattori-chiave che lo compongono (calcolati come media aritmetica dei punteggi ottenuti da ogni singola impresa):

---

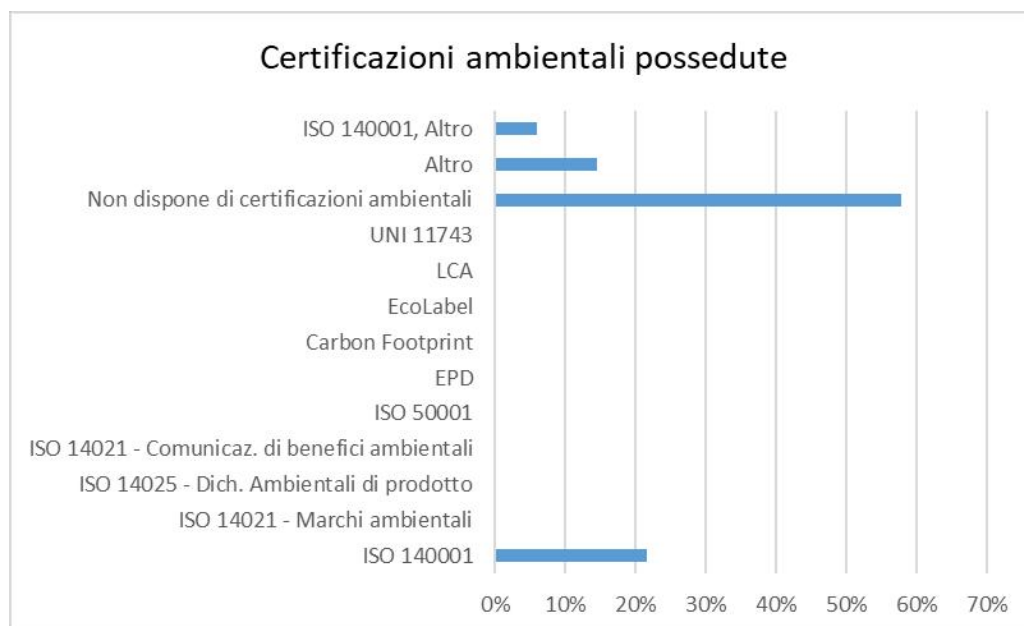
<b>Cambiamento climatico: 2</b>	<b>Risorse naturali: 2</b>	<b>Inquinamento e scarti: 2</b>	<b>Opportunità ambientali: 1</b>
-------------------------------------	----------------------------	---------------------------------	--------------------------------------

---

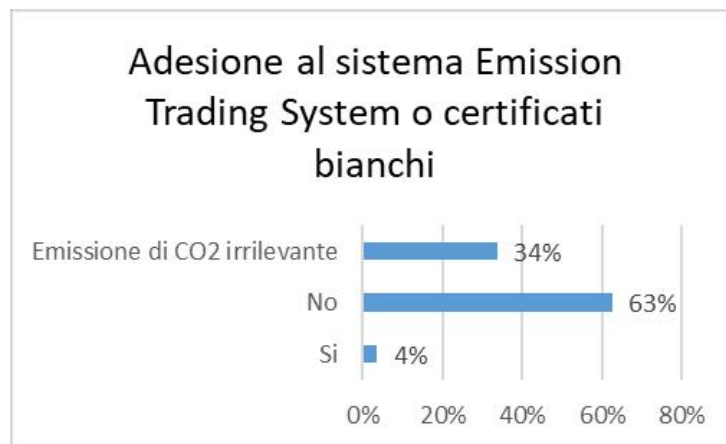
<b>Cambiamento climatico: 2</b>	<b>Risorse naturali: 2</b>	<b>Inquinamento e scarti: 2</b>	<b>Opportunità ambientali: 1</b>
Emissioni di diossido di carbonio: 2	Stress idrico: 2	Emissioni tossiche e scarti: 2	Opportunità in tecn.gia pulita: 0
Carbon Footprint del prodotto: 1	Biodiversità e utilizzo del suolo: 2	Materiale di imballaggio e scarti: 3	Opportunità in bioarchitettura: 0
Finanziamento dell'impatto ambientale: 2	Approvvigionamento di materie prime: 2	Scarti elettronici: 0	Opportunità in energie rinnovabili: 2
Vulnerabilità al cambiamento climatico: 2			

#### *4.1.1 Cambiamento climatico*

Per quanto riguarda tale tema è stato attribuito un punteggio finale pari a 2. Il risultato medio ottenuto risulta leggermente approssimato per eccesso. Tale punteggio è dovuto principalmente al fatto che per quanto riguarda il fattore-chiave “Carbon Footprint del prodotto” non si conoscono nello specifico le caratteristiche dei prodotti/servizi offerti (ci si è basati prevalentemente su informazioni presenti nel sito web delle imprese oggetto di analisi). Tuttavia, per formulare il giudizio, ci si è basati anche sul possesso di una certificazione Carbon Footprint; certificazione che nessuna azienda ha dichiarato di aver conseguito. Si riportano nel grafico sottostante le certificazioni possedute dalle aziende intervistate:



Al fine di valutare tale fattore-chiave quindi, si è deciso di portare avanti l'analisi congiuntamente a quella del fattore-chiave relativo alle emissioni di CO<sub>2</sub>. Come mostra il grafico sotto riportato, circa 1/3 delle imprese produce CO<sub>2</sub> in quantità non significative ed alcune di esse (seppur in minima parte) aderiscono al sistema ETS o certificati bianchi per valutare l'emissione di diossido di carbonio. Il motivo per il quale si è deciso di approssimare il risultato finale per eccesso è quindi la supposizione che anche il prodotto/servizio offerto dall'impresa rispecchi le emissioni di CO<sub>2</sub> prodotte in fase di produzione (motivo per il quale è stato assegnato 1 al fattore-chiave "CF del prodotto" e non 0).



Gli altri 2 fattori-chiave sono stati valutati in chiave sistemica, ovvero analizzando più informazioni congiuntamente relative all'utilizzo di KPI e/o misure di performance della circolarità/sostenibilità, presenza o meno di piani di sviluppo sostenibile implementati/progettati dalle imprese e controllo sui fornitori (per verificare il rispetto di criteri di sostenibilità ambientale) emerse dal questionario. Tutto ciò ha portato ad attribuire un punteggio per entrambi i fattori pari a 2: percentuali comprese tra il 30% e il 35% delle imprese intervistate ha dichiarato di utilizzare KPI ed effettuare verifiche periodiche sui fornitori, mentre il 60% del totale delle imprese imprese selezionate ha dichiarato di avere progetti relativi ad una o più aree ESG da implementare/già implementati (il 40% circa di tali progetti riguardano la sfera *environment*). Per il dettaglio di tali informazioni si rimanda agli allegati presenti alla fine del lavoro.

#### 4.1.2 Risorse naturali

Il punteggio relativo a tale tema è uniforme per tutti i fattori-chiave al di sotto di esso. Al fine di valutare stress idrico, impatto sulla biodiversità e utilizzo del suolo e di materie prime, ci si è basati per lo più sulle informazioni riportate nei grafici qui sotto:



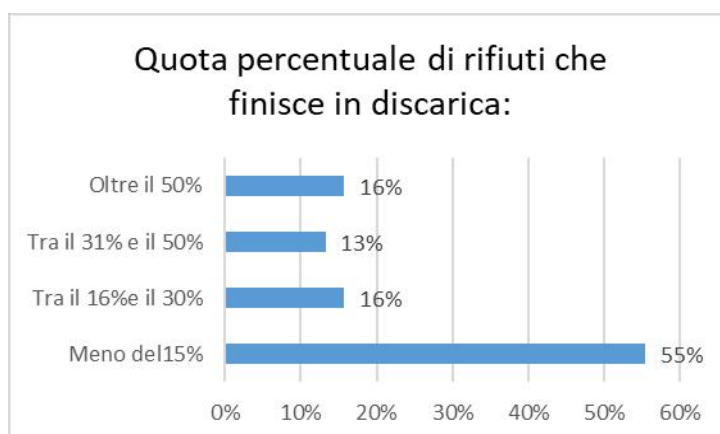
In gran parte delle imprese, lo sfruttamento delle materie prime presenti in natura, che determina quindi l'impatto sull'ecosistema in generale, è dovuto alla produzione di energia utile ai fini delle lavorazioni da porre in essere per disporre

di un prodotto/servizio da offrire. Come sintetizzato dai grafici, almeno il 50% delle imprese valutate ottiene energia, in parte, da fonti rinnovabili. Il dato riportato nel secondo grafico può invece sembrare banale in quanto son poche le imprese che riescono a produrre energia dai propri scarti ma, considerando che parliamo di PMI e di un tema abbastanza “nuovo” per loro, era quasi scontato aspettarsi che quasi nessuna impresa possedesse una tecnologia che permettesse di ricavare energia dai propri scarti produttivi. Valutando in termini di aspettativa la produzione di energia da scarti e il numero di imprese che adottano sistemi alternativi allo sfruttamento intensivo della materia prima per la produzione di energia si sarebbe anche potuto attribuire un punteggio pari a 3 (punteggio che sarebbe ancor più giustificato dal numero di certificazioni ambientali possedute, dato che il 40% delle imprese ne possiede almeno una, come mostrato nel precedente paragrafo). Tuttavia, non si conoscono il numero delle risorse naturali che vengono direttamente impiegate in produzione o che vengono utilizzate a fini comunque diversi dalla produzione energetica; questo è il motivo per cui si è scelto di optare per un punteggio più conservativo.

#### *4.1.3 Inquinamento e scarti*

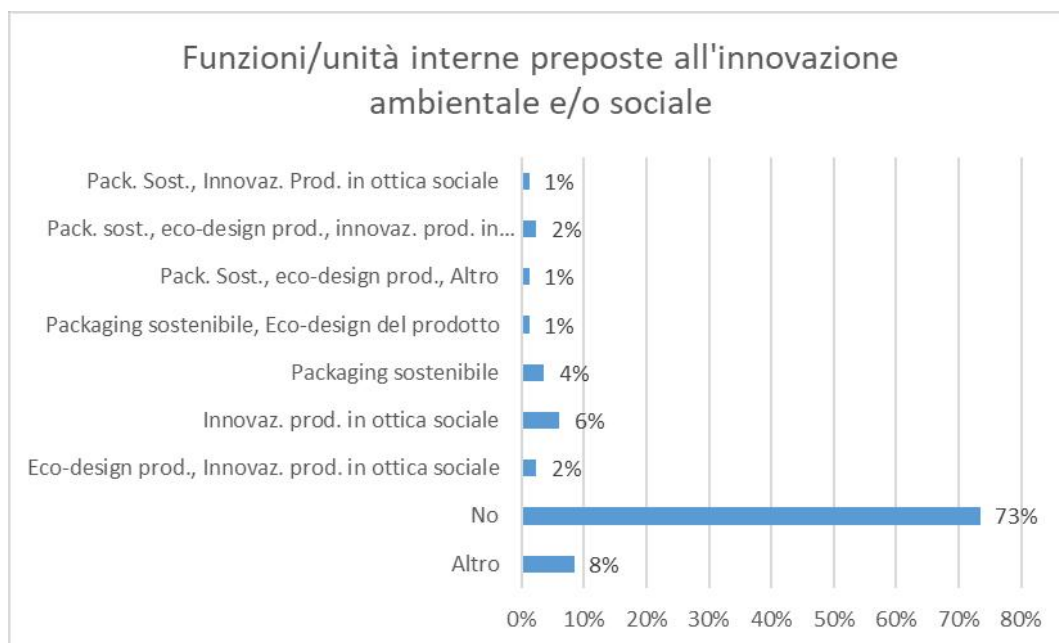
Tale tema è uno dei più controversi da valutare, in quanto si possiedono dati sia quantitativi che qualitativi che permettono di valutare più oggettivamente il primo e il terzo fattore-chiave, ovvero “emissioni tossiche e scarti” e “materiale di

imballaggio e scarti”, mentre non si hanno dati ad hoc per valutare la quantità di scarti elettronici prodotti. Questo è il motivo per cui è stato assegnato il punteggio 0 a tale fattore chiave. I dati nei grafici a seguire invece sono relativi alle quantità di scarti prodotti e alla loro destinazione:



L'informazione che prima di tutte viene all'occhio (per certi aspetti controversa) è relativa al fatto che più della metà delle imprese intervistate producono meno del 15% di scarti destinati a discarica mentre più del 60% delle imprese dichiara di non riutilizzare nessuno scarto nel processo produttivo. Tale informativa, se messa

insieme al fatto che circa un decimo delle imprese intervistate riesce a produrre energia dai propri scarti (si rimanda al relativo grafico nel paragrafo 4.1.2), fa presupporre un sistema di smaltimento dei rifiuti in linea con le “classiche” gestioni (raccolta differenziata o cessione ad aziende ad hoc che provvedano allo smaltimento). Inoltre, va tenuto presente che circa il 17% delle aziende presenta al suo interno funzioni che si occupano specificamente di packaging sostenibile o eco-design del prodotto offerto (il dettaglio di tale dato è fornito nel grafico).



Per quanto riguarda le emissioni di gas tossici, si fa riferimento ai dati mostrati precedentemente riguardo le emissioni di CO<sub>2</sub>. Queste sono le motivazioni che spingerebbero ad attribuire un punteggio pari a 2 ad entrambi i fattori; tuttavia, si ritiene che un punteggio medio pari a 1 per tale tema sarebbe poco rappresentativo della realtà, in quanto pur avendo valutato 0 il fattore-chiave relativo agli scarti



elettronici per mancanza di dati, è ragionevole supporre che essi non siano prodotti in quantità talmente elevate da essere critiche, per cui si è deciso di attribuire il punteggio 3 al fattore-chiave “materiale di imballaggio e scarti” e il punteggio 2 al fattore “emissioni tossiche e scarti”. Il punteggio finale del tema “inquinamento e scarti” è quindi 2.

#### *4.1.4 Opportunità ambientali*

Quest ultimo tema è il più complicato da valutare, per una difficoltà oggettiva di reperire dati quantitativi e dati qualitativi su specifiche opportunità. Per quanto riguarda le opportunità in tecnologie pulite e bioarchitettura, si hanno pochissime evidenze soggettive, reperite da sito web delle imprese oggetto di analisi (tra l'altro di un numero non significativo di esse): si è quindi optato per attribuire un punteggio pari a 0 per queste due categorie. Per quanto riguarda invece le opportunità ambientali, valgono le stesse considerazioni fatte per la produzione e il riciclo degli scarti. In tale prospettiva, si è quindi deciso di adottare un approccio in linea con quello adottato con il tema “inquinamento e scarti” ed attribuire a tale fattore-chiave un punteggio pari a 2.

## **4.2 SOCIAL**

Il punteggio medio ottenuto dalla valutazione della sfera *social* è pari a 2. Così come per la sfera *environment*, anche per il pilastro *social*, si riporta nella

tabella di sotto la sintesi dei punteggi ottenuti da ciascun tema di categoria, ancora una volta calcolati sulla base dei fattori-chiave che lo compongono, a loro volta calcolati come media aritmetica dei punteggi ottenuti da ogni singola impresa:

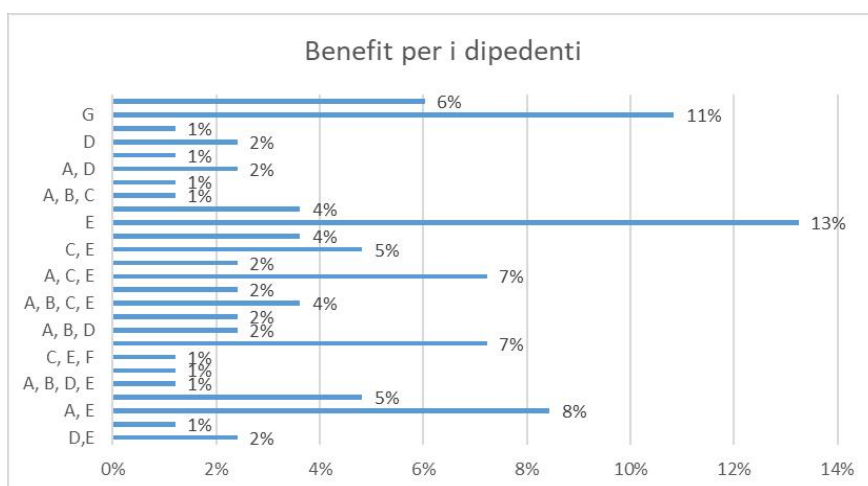
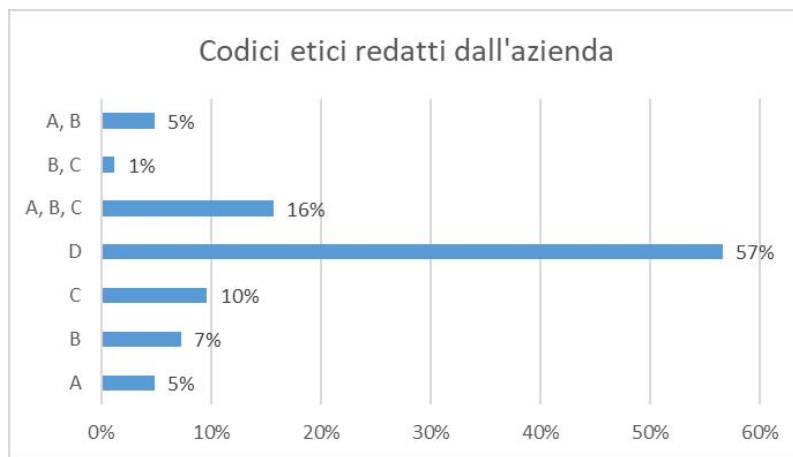
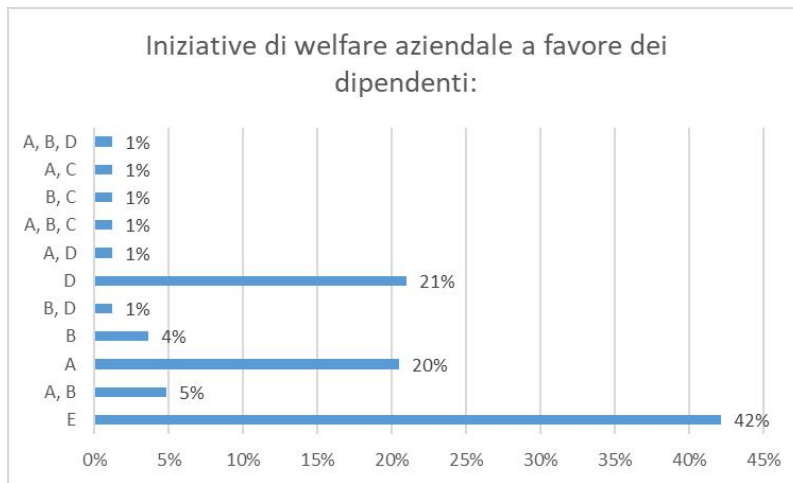
<b>Capitale umano: 2</b>	<b>Responsabilità del prodotto: 2</b>	<b>Opposizione degli stakeholders: 1</b>	<b>Opportunità sociali: 2</b>
Gestione del lavoro: 2	Sicurezza e qualità del prodotto: 2	Approvvigionamento controverso: 1	Accesso alle comunicazioni: 2
Salute e sicurezza: 2	Sicurezza chimica: 2	Relazioni con la comunità: 1	Accesso ai finanziamenti: 1
Sviluppo del capitale umano: 2	Sicurezza finanziaria del prodotto: 0		Accesso a cure mediche: 2
Standard di lavoro della catena di fornitura: 1	Privacy e sicurezza dei dati: 2		Opportunità in nutrizione e salute: 2
	Investimento responsabile: 2		
	Rischio di salute e demografico: 2		

#### 4.2.1 Capitale umano

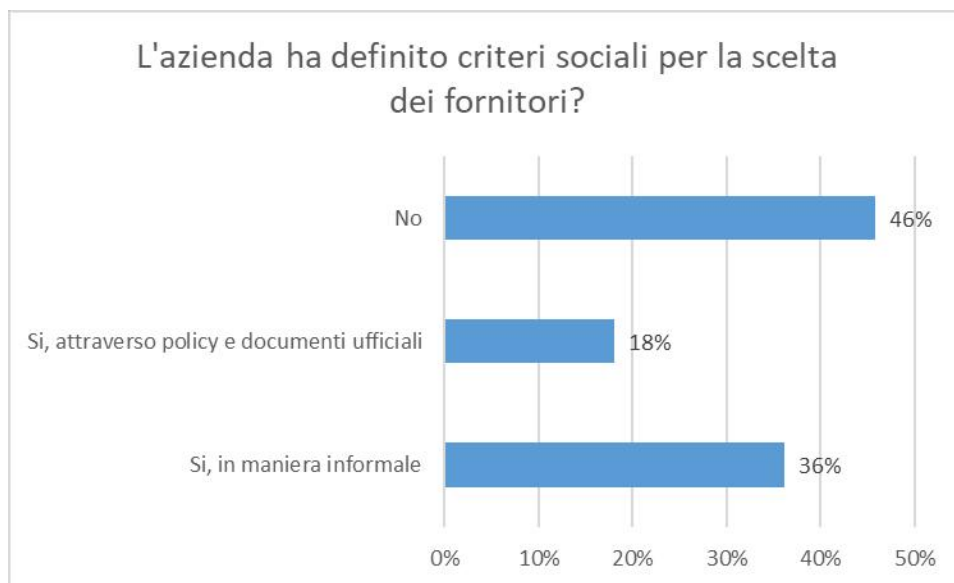
Per quanto riguarda il tema “Capitale umano” si può sostanzialmente dire che le informazioni reperite tramite questionario hanno evidenziato una gestione in linea

con gli standard attesi. Le informazioni più significative sono riassunte nei grafici di sotto riportati e riguardano principalmente:

- Politiche di welfare applicate per i dipendenti (di cui si fornisce leggenda):
  - A. Servizi sanitari;
  - B. Convenzioni con esercizi non commerciali;
  - C. Asilo nido interno;
  - D. Altro;
  - E. Nessuna delle precedenti.
- Codici etici redatti dall'azienda (di cui si fornisce leggenda):
  - A. Gestione dei contratti di lavoro;
  - B. Raccolta e gestione delle informazioni su clienti o fornitori;
  - C. Contrasto alla corruzione;
  - D. Nessuna delle precedenti;
- Benefit per i dipendenti (di cui si fornisce leggenda):
  - A. Corsi di formazione;
  - B. Corsi di aggiornamento continuo;
  - C. Accesso a cure mediche;
  - D. Controlli periodici della salute psico-fisica;
  - E. Premi in denaro / Premi non in denaro;
  - F. Altro;
  - G. Nessuna delle precedenti.



Alla luce di tali informazioni, il numero e la qualità di codici etici redatti, iniziative di welfare a favore dei dipendenti e benefit per gli stessi lasciano ragionevolmente supporre standard con carenze non eccessivamente gravi o particolarmente evidenti. Il discorso è diverso per quanto riguarda gli standard di lavoro della catena di fornitura. Risulta molto difficile conoscere la catena di fornitura di ogni impresa oggetto di analisi per cui pare opportuno basare le considerazioni sulle informazioni in nostro possesso riguardo la stessa, derivanti dalle dichiarazioni fornite dalle imprese circa la valutazione dei fornitori, riportate nel grafico sottostante:



Tali dati lasciano presagire che effettivamente la metà delle imprese intervistate effettui una valutazione sociale dei propri fornitori; tuttavia, considerando che all'interno di tale 50% i due terzi delle aziende dichiarano di effettuare tale

valutazione in modo informale, sembra piuttosto ragionevole attribuire un punteggio basico pari a 1 a tale fattore-chiave.

Come conseguenza di queste considerazioni, in mancanza di altri dati prettamente quantitativi, si è deciso di attribuire un punteggio finale a tale tema pari a 2.

#### *4.2.2 Responsabilità del prodotto*

Per valutare questo tema sarebbe opportuno conoscere a fondo le caratteristiche di ciascun prodotto/servizio offerto dalle società oggetto di analisi. È evidente che, per il fine di questo lavoro, fare ciò risulterebbe impossibile in quanto sarebbe veramente difficile conoscere tutte le caratteristiche di ogni prodotto/servizio offerto dalle imprese oggetto di analisi. Come ovviare allora a tale problema? Per effettuare una valutazione il più possibile vicina alla realtà per questo tema, si è tenuto conto principalmente delle certificazioni possedute dalle aziende; in particolare, si è dato maggior peso al possesso di 2 certificazioni ritenute maggiormente significative allo scopo:

- ISO 9001: è una certificazione che viene ottenuta quando un'impresa dimostra di avere effettivamente tutti i prodotti/servizi offerti in linea con gli standard che essa dichiara di possedere con i clienti e con sé stessa;
- ISO 26000: è una certificazione che riguarda tutti gli aspetti della *Corporate Social Responsibility* (CRI), dalle condizioni di lavoro per i

dipendenti alle relazioni e i rapporti con i consumatori e tutti gli stakeholders, inclusa quindi la qualità del prodotto.

Per quanto riguarda la certificazione ISO 9001, circa il 40% delle imprese sottoposte a test hanno dichiarato di possederla, mentre nessuna impresa ha dichiarato di possedere la certificazione ISO 26000. Considerando gli standard che si è costretti a rispettare per ottenere l'una piuttosto che l'altra (la seconda, essendo a garanzia di molteplici aspetti, implica standard ancora più elevati da rispettare rispetto alla prima, forse insostenibili per le imprese oggetto di analisi), un risultato del 40% di ottenimento di certificazioni ISO 9001 appare sufficiente a pensare che sia ragionevole attribuire un voto globale pari a 2 (quindi non eccezionale ma neanche troppo basilare) a questo tema. Il voto di ciascun fattore-chiave risulta essere omogeneo a quello globale, fatta eccezione per la "sicurezza finanziaria del prodotto" a cui è stato attribuito il voto 0, frutto di oggettiva difficoltà valutativa.

#### *4.2.3 Opposizione degli stakeholders*

Tale tema viene valutato tramite 2 diversi fattori-chiave, ovvero l'approvvigionamento controverso e le relazioni con la comunità. Per quanto riguarda l'approvvigionamento controverso, come già detto in precedenza, sarebbe difficile conoscere e monitorare tutti i processi di approvvigionamento delle imprese oggetto di analisi; per questo, ai fini di esprimere un giudizio

riguardo questo fattore-chiave, si rimanda alle considerazioni effettuate nel paragrafo 4.2.1. Di conseguenza, anche in questo caso, il punteggio attribuito è pari a 1. Per quanto riguarda le relazioni con la comunità, sarebbe inappropriato considerare un insieme di imprese come un'unica entità, in quanto ogni impresa ha dei rapporti diversi in termini di qualità e natura con la comunità che la circonda. Pur non avendo avuto alcuna informazione riguardo relazioni disastrose con la comunità in cui operano le imprese oggetto di analisi, si è optato per attribuire al fattore-chiave in questione il voto 1, espressione di un giudizio derivante dalle informazioni che si hanno in possesso riguardo dipendenti e fornitori ma non degli altri stakeholders. Tale voto deriva anche dal fatto che non trovandosi di fronte alcuna azienda quotata risulterebbe difficile parlare di una vera e propria opposizione degli stakeholders.

#### *4.2.4 Opportunità sociali*

Per valutare questo tema ci si rifà principalmente alle politiche di welfare applicate per i dipendenti e i benefit a loro riservati. Come illustrato nel paragrafo 4.2.1, i benefit concessi ai dipendenti e le politiche di welfare aziendale delineate sono ad uno stato ancora non del tutto sviluppato. Corsi di formazione e premi in denaro/non in denaro (ad esempio buoni pasto) sono dei benefit abbastanza basilari, quasi scontati, per i dipendenti. Parlando più del sociale in senso stretto, dall'analisi dei siti web delle imprese considerate è emerso che molte di esse sono



impegnate ed attive con associazioni cooperative di stampo sociale e partecipano ad eventi e manifestazioni a supporto di fondazioni per specifici scopi sociali (principalmente tramite sponsorizzazioni) per cui si è deciso di attribuire un punteggio a tale tema in linea con quello attribuito al capitale umano. Si è assegnato, invece, 1 al fattore-chiave “accesso ai finanziamenti” in quanto la valutazione è stata fatta basandosi semplicemente sul numero di imprese che hanno avuto accesso a finanziamenti di stampo ESG, come mostrato nel grafico sotto riportato:



### 4.3 GOVERNANCE

Come fatto in precedenza per gli altri due pilastri ESG, anche per il pilastro governance si riporta la sintesi dei punteggi ottenuti (tramite le stesse metodologie applicate con i precedenti) nella tabella sottostante:

<b>Corporate governance: 2</b>	<b>Comportamento dell'azienda: 2</b>
CDA e proprietà: 3	Etica professionale: 3

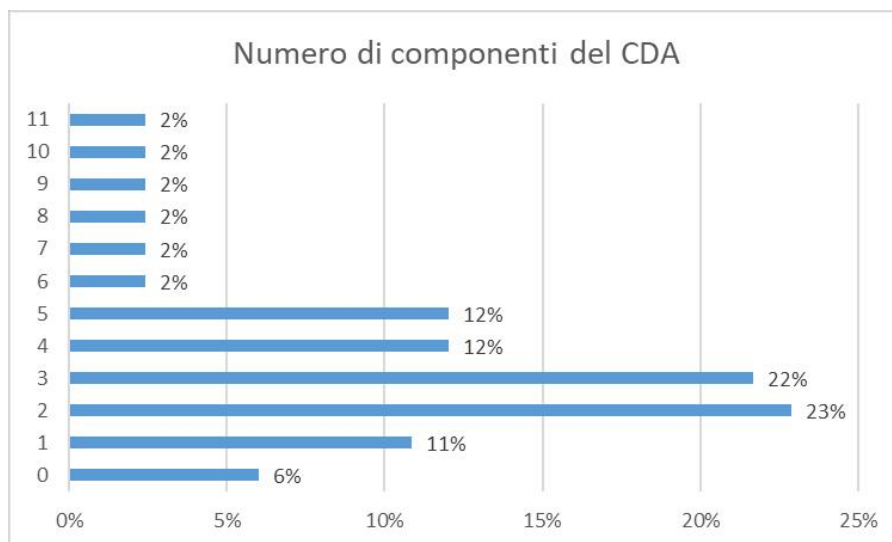
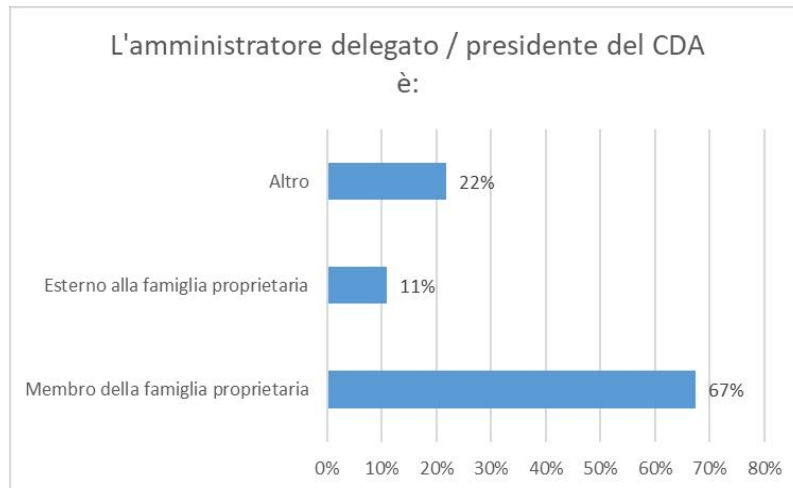
<b>Corporate governance: 2</b>	<b>Comportamento dell'azienda: 2</b>
Metodi di remunerazione: 2	Trasparenza tassazione: 2
Contabilità: 1	

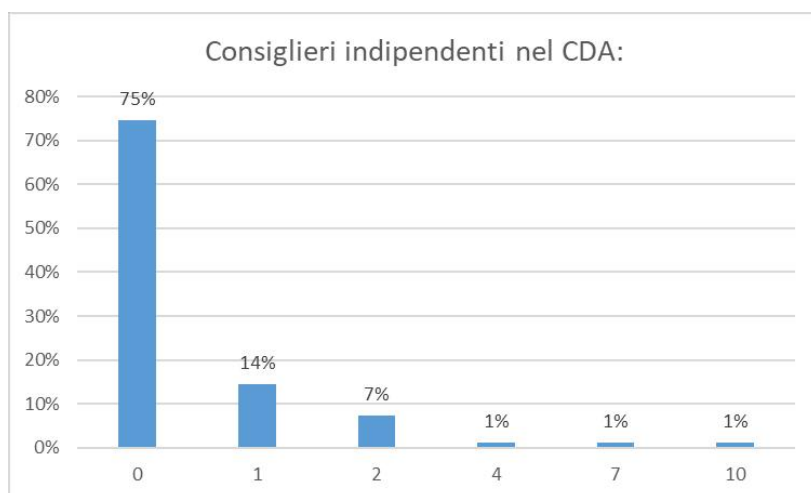
#### *4.3.1 Corporate governance*

Quello della corporate governance è un tema fondamentale per un'azienda, in quanto una buona governance assume un ruolo-chiave al fine di dimostrare una gestione aziendale impeccabile, che possa portare l'azienda in questione ad essere considerata un esempio da seguire in una determinata industria, senza tralasciare l'aspetto del risultato economico ottenuto. Dall'analisi dei siti web, è risultato abbastanza complicato risalire alle certificazioni aziendali possedute in ambito governance; si porta alla luce solamente il dato relativo al quale 2 imprese posseggono la certificazione ISO 37001, relativa all'assenza di pratiche comportamentali volte a corrompere PA. A dispetto di ciò, alla corporate governance è stato attribuito il punteggio 2 (quindi un punteggio nella media), sulla base delle analisi derivante dai fattori-chiave che compongono tale tema, di seguito illustrata più nel dettaglio.

Come illustrato nei grafici di sotto, per quanto riguarda la composizione del CDA, è emerso che circa l'80% delle società oggetto di analisi ha un numero di componenti di tale organo uguale o superiore a 2 (per il dettaglio della composizione di genere si rimanda ai grafici in allegato alla fine del lavoro); trattando l'analisi di PMI, ci si aspetterebbe che quasi la totalità di presidenti del CDA o AD (qualora fossero presenti) fossero appartenenti alla famiglia proprietaria e, in tal caso, coincidessero con il proprietario dell'impresa. Dall'analisi è invece emerso che più del 30% di tali figure non è appartenente alla famiglia proprietaria e in circa il 25% delle imprese analizzate esistono figure

amministrative indipendenti. È questo il motivo per il quale si è deciso di assegnare un punteggio elevato e pari a 3 al fattore-chiave “CDA e proprietà”, tenendo ovviamente in considerazione il contesto di cui si sta parlando.



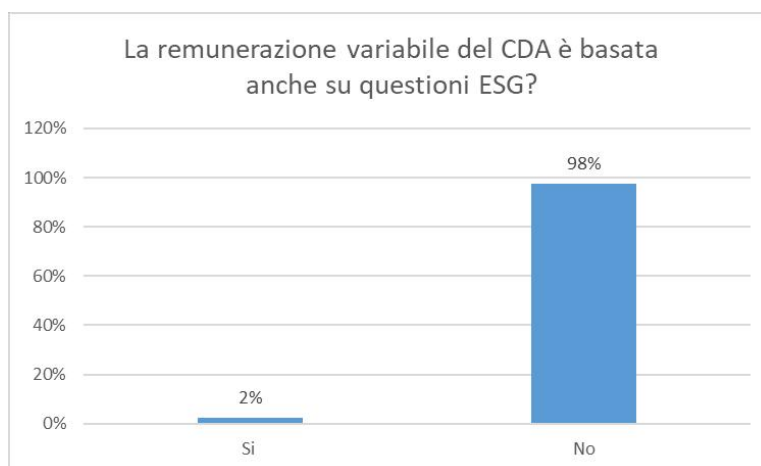
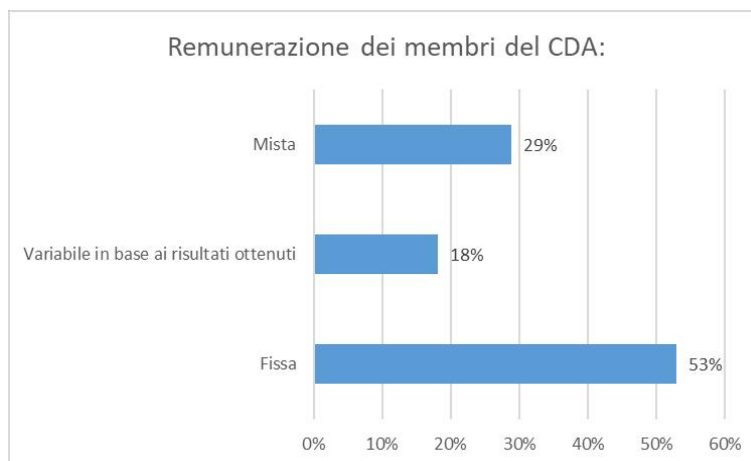


Per quanto riguarda la valutazione della remunerazione dell'organo amministrativo, si è deciso di attribuire un punteggio più conservativo rispetto al precedente e pari a 2, in quanto tale remunerazione è fissa per la maggior parte delle imprese valutate. Sulle migliori metodologie remunerative del CDA sono state scritte pagine e pagine di letteratura e, si potrebbe dedicare un lavoro di tesi specifico per questo tema. Ai fini della valutazione di cui ci si occupa in questo lavoro, ci limitiamo a dire che numerosi studi hanno portato alla luce che una remunerazione ideale dell'organo amministrativo debba essere idonea ad incentivare le persone coinvolte a conseguire risultati migliori per l'azienda stessa e l'ambiente intorno ad essa di anno in anno. Tale metodologia di remunerazione presenta caratteristiche di idoneità innanzitutto se proporzionata alle responsabilità e ai doveri dell'amministratore ma anche e soprattutto se legata ad una parte fissa ed una variabile, che si basi sui risultati economici e non che l'azienda si aspetta di ottenere ed effettivamente ottiene<sup>19</sup>. Nell'indagine in questione la remunerazione del CDA è risultata essere solo in parte mista, come sintetizzato nel grafico di seguito. Inoltre, solamente 3 imprese hanno dichiarato

---

<sup>19</sup> Fonte: ODCEC (Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili)

che la parte variabile della remunerazione del CDA è basata, tra le altre, anche su questioni ESG.



Il basso punteggio relativo alle scritture contabili è dato dal fatto che ci si trova in un periodo di transizione in cui nuove metodologie contabili e software di controllo e gestione sono in fase sperimentale o sono appena state implementate e non sono quindi ancora conosciute a fondo, né nell'utilizzo in senso stretto né per quanto riguarda eventuali benefici che essi possono apportare alle imprese.

Il punteggio finale del tema corporate governance è quindi pari a 2.

#### *4.3.2 Comportamento dell'azienda*

Ai fini della valutazione del tema comportamento dell'azienda, si prendono in considerazione 2 fattori-chiave:

- Etica professionale, a cui è stato attribuito un punteggio pari a 3, in quanto, anche se non si conoscono personalmente le persone interessate, dalle precedenti analisi (anche riguardo altre sfere, non solo la governance) non si hanno prove sufficienti a dubitare di una scarsa etica professionale del management delle società in questione. Inoltre, durante il processo di analisi delle imprese non sono emerse alcune prove relative a comportamenti scorretti;
- Trasparenza tassazione, per cui si potrebbe fare un discorso analogo al precedente. Il punteggio attribuito a tale fattore-chiave è tuttavia leggermente più conservativo dato che, attribuire 0 avrebbe significato dare una rappresentazione palesemente non veritiera della realtà. Trattandosi di una questione comunque più difficilmente valutabile dall'esterno, si è deciso di attribuire un punteggio che non si discosti troppo dalla media dei punteggi fino ad ora attribuiti ad altre aree in ambito governance.

Il tema “comportamento dell’azienda” ottiene quindi un punteggio pari a 2. L’approssimazione della media del punteggio per difetto è dovuta al fatto che tale attribuzione si basi per lo più su delle supposizioni.

#### **4.4 RATING ESG FINALE**

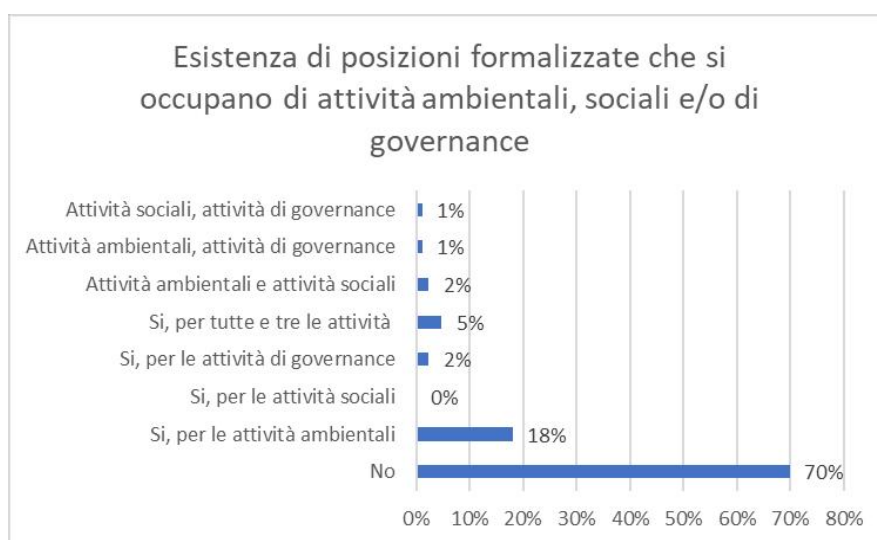
Al fine di effettuare il giudizio finale è necessario convertire i punteggi sin qui ottenuti da ogni area in base 100. È necessario, inoltre, come da metodologia MSCI, definire quali sono i criteri di ponderazione di ogni pilastro ESG, quindi il peso che ogni fattore deve avere sul risultato finale. Non essendo questa una valutazione effettuata su una singola impresa ma su un insieme di esse, anche piuttosto eterogeneo, si è ritenuto opportuno considerare ogni area come equamente importante rispetto all’altra. Ogni area assume quindi un peso del 33% sul risultato finale. Il punteggio finale, convertito in base 100, è il seguente:

- Environment: 38/100;
- Social: 41/100
- Governance: 55/100.

Lo score finale quindi, è dato dalla media ponderata dei punteggi ottenuti da ciascun pilastro (in questo caso coincide con la media aritmetica, essendo stati valutati i 3 pilastri come equamente importanti) ed è pari a 45/100.

Occorre tenere presente però che alcuni fattori-chiave sono stati valutati “0” per mancanza di informazioni significative e ciò ha un impatto più o meno grande sul

risultato finale. Inoltre, nella valutazione non si è tenuto conto dei progetti di stampo ESG che ogni impresa ha intenzione di implementare al suo interno, come già spiegato nel capitolo terzo sulle metodologie operative dell'analisi. Inoltre, va tenuto conto che alcune imprese hanno implementato al loro interno delle funzioni specifiche riguardo temi ESG, come mostrato nel grafico sottostante:



In mancanza di progetti da valutare, al fine di correggere il voto espresso tramite la metodologia base di calcolo vero e proprio, aggiustamenti positivi di punteggio potrebbero esser fatti alla luce di tali posizioni che le imprese hanno implementato al loro interno. Tuttavia, circa alla metà del capitolo terzo, è stato portato alla luce come poco più di 20 imprese non siano state disponibili esplicitamente alla compilazione del questionario per mancata conoscenza delle tematiche trattate, totale indifferenza nei confronti del tema o per indisponibilità a fornire informazioni di tale genere. Pur non tenendo conto nella valutazione di tali



imprese, si è deciso di non effettuare alcune variazioni di punteggio in aumento, al fine di dare una lettura il più fedele possibile della situazione attuale del campione di PMI analizzato.

Il giudizio finale, espresso tramite la metodologia MSCI è quindi B.

Sulla base delle risposte ricevute tramite questionario, si riporta di seguito il numero di imprese che hanno sottoperformato o sovraperformato, considerando come media il punteggio ottenuto da ciascun pilastro:

- Environment:

- a) 20 imprese hanno sottoperformato;
- b) 47 imprese hanno ottenuto un punteggio nella media (38);
- c) 17 imprese hanno sovraperformato;

- Social:

- a) 14 imprese hanno sottoperformato;
- b) 52 imprese hanno ottenuto un punteggio nella media (41);
- c) 18 imprese hanno sovraperformato;

- Governance:

- a) 4 imprese hanno sottoperformato;
- b) 62 imprese hanno ottenuto un punteggio nella media (55);
- c) 18 imprese hanno sovraperformato.

**ENVIRONMENT                      SOCIAL                      GOVERNANCE**

<b>Sottoperformanti</b>	24%	17%	5%
<b>Nella media</b>	56%	62%	74%
<b>Sovrapperformanti</b>	20%	21%	21%



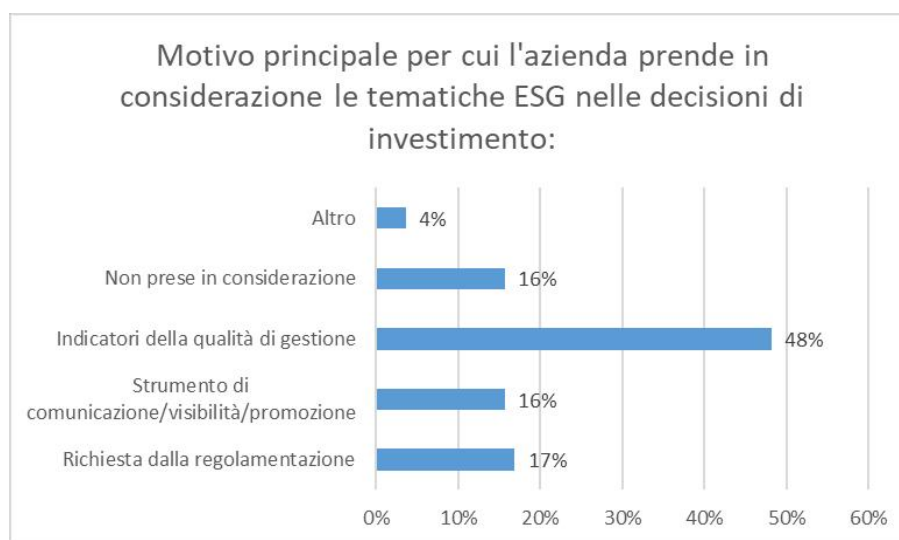
## CONCLUSIONI

Effettuare un giudizio di rating non è mai un'azione fine a sé stessa ma ha un'importanza significativa da un duplice punto di vista:

- Da un punto di vista di un investitore o potenziale investitore esterno, il giudizio di rating aiuta a sintetizzare tramite un numero quelli che sono i rischi che un'azienda deve fronteggiare e quella che è la situazione attuale in cui un'entità si trova ad operare, oltre ad aiutare a formulare delle ipotesi di scenari futuri;
- Da un punto di vista interno, l'azienda in questione può capire come viene recepita all'esterno e sfruttare tale situazione al fine di far leva sui suoi punti di forza e correggere tutte quelle aree più critiche al fine di migliorarsi.

Pur non trattandosi di un giudizio strettamente finanziario, quello ESG è un giudizio comunque altamente significativo (per tutte le ragioni indicate nei primi capitoli di tale lavoro) che con il tempo ha acquisito (e continuerà a farlo) una importanza sempre maggiore. Il risultato di questa indagine ha evidenziato una situazione non critica ma comunque ampiamente insufficiente della situazione ESG in cui versano le PMI che sono state oggetto di analisi. Come fare allora per migliorare certi aspetti? Il primo passo per potersi migliorare rimane l'acquisizione della consapevolezza dell'importanza delle tematiche di cui si sta

discutendo; consapevolezza che, a primo impatto, pare esserci ma a cui evidentemente non viene dato il giusto peso (si veda grafico seguente).



In questo lavoro si è cercato di far capire quanto importante fosse tener conto delle tematiche di sostenibilità nelle decisioni di investimento delle imprese, oltre che delle classiche decisioni di investimento semplicemente orientate al profitto. Andando con ordine, nei vari capitoli di tale lavoro si è cercato di dimostrare quale fosse la situazione delle PMI abruzzesi e marchigiane (studiata tramite un campione di imprese) nei confronti di tematiche così importanti ed innovative e portarne alla luce le caratteristiche da migliorare. Così come nei rating strettamente finanziari a valutazioni più elevate consegue un minor “tasso” da pagare, sia in termini monetari che non monetari, allo stesso modo valutazioni maggiormente positive di rating di sostenibilità portano ad una riduzione dei costi e degli sforzi da porre in essere al fine di adeguarsi a nuove normative, incontrare

il favore di più investitori, entrare più facilmente nel mercato del credito e molto altro. La situazione descritta all'interno di questa tesi è comunque suscettibile di essere contestualizzata all'ambito di cui si sta tenendo conto: perfino a livello di grandi imprese o imprese quotate (le quali sono soggette ad una regolamentazione ancora più stringente), non tutte le entità raggiungono scoring di sostenibilità elevati, ma a maggior ragione, tale situazione potrebbe rappresentare uno scenario in cui le PMI hanno la possibilità di crescere. Non va mai dimenticato che, come descritto nel capitolo secondo di tale elaborato, sono loro il motore della crescita economica del Paese.

*“Le microimprese e le piccole e medie imprese (PMI) costituiscono il motore dell'economia europea. Sono una fonte essenziale di lavoro, generano spirito imprenditoriale e innovazione nell'UE e sono quindi essenziali per favorire la competitività e l'occupazione”<sup>20</sup>.*

---

<sup>20</sup> Guenter Verheugen, Commissione europea responsabile per le imprese e l'industria (in Comunità Europee, 2006, p. 3)



## BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI

Eurosif, *European SRI study 2014*, 2014

Eurosif, *European SRI study, 2016*, 2016

ODCEC (Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili), 2021

MSCI ESG Research, *MSCI ESG Controversies*, 2016

Dal Maso, D., Fiorentini, G. (a cura di), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Milano, Egea, 2013

CFA Institute, *Consultation paper on the development of: The CFA institute ESG disclosure standards for investment products*, 2020

PRI, Principles of Responsible Investments, *What is a responsible investment?*, 2020, [www.unpri.com](http://www.unpri.com)



CFA Institute, PRI Principles of Responsible Investments, *Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed income*, 2018

[https://ecodes.org/documentos/Transparency\\_Matrix.pdf](https://ecodes.org/documentos/Transparency_Matrix.pdf)

<https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg.html>

<https://am.jpmorgan.com>

<https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good>

<https://www.europarl.europa.eu>

<https://www.ethicalconsumer.org/>

<https://www.esg360.it>

<https://www.msci.com>

