



Corso di laurea in
Economia e Finanza, Banche e Intermediari Finanziari

Cattedra Finanza Sostenibile

**Sostenibilità nelle PMI quotate italiane:
costruzione di un rating ESG e analisi empirica
delle principali correlazioni**

Prof. Marco Morelli

RELATORE

Prof. Giancarlo Mazzoni

CORRELATORE

Manuel Cennamo - 784081

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

Indice

Introduzione	4
1. Quadro Teorico.....	4
1.1. La definizione di PMI	5
1.2. Mercati regolamentati: Euronext Milan e segmento Star	8
1.3. Mercati non regolamentati: Euronext Growth Milan e segmento professionale	9
1.4. Obblighi di trasparenza, governance e informativa: regolamentato vs non regolamentato	11
1.5. Disciplina attuale sulla sostenibilità per le PMI quotate	13
2. Criteri ESG e i principali regolamenti.....	15
2.1. EU Taxonomy	17
2.2. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).....	19
2.3. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).....	21
3. Descrizione Metodologia utilizzata	23
3.1. Definizione e selezione del campione	23
3.2. Raccolta e gestione dei dati	24
3.3. Descrizione metodologia	25
4. Risultati emersi dalla ricerca	29
4.1. Rating ottenuti	30
4.2. Analisi Settoriale delle Performance ESG	35
4.3. Performance economico-finanziarie e rating ESG: un'analisi comparativa	43
4.4. Relazione tra ESG e performance: evidenze empiriche e spiegazioni teoriche	48
5. Discussione dei risultati e implicazioni	51
5.1. Opportunità e sfide future verso la sostenibilità	54
5.2. Come la metodologia utilizzata puoi essere applicata ad altre imprese.....	58
Conclusioni	59
Bibliografia.....	61

Introduzione

La finanza sostenibile è definita come l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Essa si propone di creare valore di lungo periodo indirizzando i capitali verso attività non solo redditizie, ma anche utili alla collettività e compatibili con l'ambiente. Il concetto di sostenibilità finanziaria si declina nei fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*), che identificano criteri qualitativi finalizzati a qualificare un'azienda come sostenibile. Nello specifico, la transizione sostenibile delle PMI ha un impatto rilevante sul sistema economico. In Italia la crescente importanza dei temi ESG si riflette nelle strategie aziendali: secondo un'indagine 2023 del Forum per la Finanza Sostenibile, il 56% delle PMI italiane ritiene i fattori ESG molto importanti nelle decisioni strategiche e di investimento. Parallelamente, il sistema finanziario sta emergendo come un catalizzatore per la sostenibilità: banche e investitori integrano sempre più i criteri ESG nella valutazione del merito creditizio e nelle decisioni di investimento.

L'obiettivo di questa tesi è analizzare se e come le PMI italiane quotate stanno integrando i criteri ESG nelle proprie attività e in che misura ciò si riflette sulle loro performance economico-finanziarie. A tal fine, è stato sviluppato un modello di valutazione ESG basato su otto *Key Issues* selezionati in ambito ambientale, sociale e di governance. Tale modello è applicato a un campione di 135 PMI italiane quotate appartenenti a diversi settori produttivi. La raccolta dati è stata effettuata manualmente da fonti ufficiali aziendali e da piattaforme di mercato con lo scopo di calcolare per ciascuna impresa un rating ESG e trovare eventuali correlazioni finanziarie, strategiche e settoriali.

1. Quadro Teorico

La sostenibilità non è più un'opzione, ma una variabile fondamentale per la crescita e la competitività delle imprese. Le piccole e medie imprese, che costituiscono il motore dell'economia europea, si trovano oggi ad affrontare un cambiamento profondo: integrare i criteri ESG nelle proprie strategie per attrarre investitori, rispondere alle nuove normative e garantire la propria resilienza nel lungo termine.

Nel contesto italiano, andremo a prendere in considerazione tutte le PMI attualmente quotate all'interno dei vari segmenti di mercato presenti nello stato italiano. L'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance sta modificando i parametri con cui le aziende vengono valutate, non solo dal punto di vista normativo, ma anche sotto il profilo delle performance finanziarie. La transizione ESG comporta nuove opportunità di crescita, ma anche molte sfide. L'evoluzione di questo scenario è regolata da normative sempre più stringenti, tra cui la EU Taxonomy, che definisce quali attività possono essere classificate come sostenibili, il Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), che impone nuovi standard di trasparenza per gli investimenti ESG, e la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che estende gli obblighi di rendicontazione della sostenibilità a un numero crescente di imprese. Questi strumenti normativi stanno ridefinendo il modo in cui le PMI si posizionano sul mercato e il loro accesso ai finanziamenti. Analizzarne l'impatto è essenziale per comprendere fino a che punto la sostenibilità stia diventando un fattore determinante nelle strategie aziendali e nelle dinamiche di mercato delle imprese quotate. Attraverso questa analisi sarà possibile individuare i parametri ESG più adottati e valutare la loro incidenza sulle performance finanziarie, tracciando un quadro chiaro di come le PMI stiano affrontando questa trasformazione.

1.1. La definizione di PMI

Nell'ambito dell'Unione Europea, le Piccole e Medie Imprese (PMI) costituiscono il fulcro del tessuto produttivo e sociale, dal momento che rappresentano la maggior parte delle realtà imprenditoriali presenti sui diversi territori nazionali. La Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE fornisce una definizione condivisa, fondata su parametri precisi relativi a numero di dipendenti, fatturato annuo e totale di bilancio. In base a questo criterio, sono considerate microimprese quelle con meno di dieci dipendenti e un fatturato annuo o un totale di bilancio che non supera i due milioni di euro; si definiscono piccole imprese quelle con meno di cinquanta dipendenti e un fatturato o un totale di bilancio non superiore a dieci milioni di euro; infine, rientrano nella categoria delle medie imprese quelle con meno di duecentocinquanta dipendenti e con un fatturato che non ecceda i cinquanta milioni di euro o, in alternativa, un totale di bilancio inferiore

a quarantatré milioni di euro. Tali soglie, oltre a offrire un parametro uniforme per classificare le imprese, servono a distinguere con più chiarezza le realtà di dimensioni ridotte da quelle di portata più vasta, assicurando che gli incentivi e le agevolazioni rimangano destinati a soggetti effettivamente bisognosi di sostegno.

L'inquadramento europeo non si limita però a misurazioni quantitative, poiché la Raccomandazione del 2003 sottolinea anche l'importanza di valutare la struttura proprietaria e le relazioni di controllo. Viene infatti precisato che, per rientrare in questa categoria, l'impresa non deve essere dominata da partecipazioni esterne superiori al venticinque per cento, fatta salva la presenza di alcuni investitori strategici, come università e centri di ricerca, ammessi in virtù della loro funzione di supporto allo sviluppo locale. Questa attenzione è finalizzata a tutelare l'indipendenza delle piccole e medie imprese, evitando che facciano parte di gruppi di grandi dimensioni e possano, di conseguenza, beneficiare in maniera indebita di misure agevolative. Il conteggio dei dipendenti e la rilevazione dei dati finanziari si basano in genere sull'ultimo esercizio contabile, includendo all'interno del calcolo proprietari e soci attivi nelle attività dell'impresa ed escludendo categorie come apprendisti e lavoratori in congedo parentale. Questa metodologia permette di tracciare con maggior precisione le dimensioni effettive dell'impresa, affinché le politiche di sostegno pubblico risultino effettivamente mirate.

La rilevanza strategica delle PMI in Europa è comprovata dalla loro capacità di promuovere innovazione e crescita economica, pur operando spesso in mercati di prossimità e con risorse limitate. Una delle principali problematiche che si trovano ad affrontare riguarda il reperimento di capitali: la dipendenza eccessiva dal credito bancario e la scarsa patrimonializzazione riducono la loro possibilità di finanziare progetti di sviluppo, ricerca e internazionalizzazione. Per ovviare a queste difficoltà, l'Unione Europea ha introdotto una serie di interventi volti a favorire l'incontro tra potenziali investitori e imprese di dimensioni ridotte. In questo contesto si inseriscono i cosiddetti mercati di crescita per le PMI, regolati dalla Direttiva MiFID II e dal Regolamento (UE) 596/2014 (Market Abuse Regulation). Questi mercati, accessibili in modo più flessibile rispetto ai mercati regolamentati, accolgono emittenti che rispettano determinati requisiti e prevedono forme di tutela degli investitori in linea con le norme comunitarie in materia di trasparenza e correttezza informativa, assicurando il contrasto agli abusi di mercato.

Nel contesto italiano, Il legislatore ha introdotto una specifica definizione di “PMI” riferita alle società con azioni quotate, allo scopo di modulare alcune regole in proporzione alla dimensione dell’emittente. L’art. 1, comma 1, lett. w-quater.1 del TUF definisce *PMI* gli emittenti azioni quotate con capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro, escludendo chi supera tale soglia per tre esercizi consecutivi ([consob.it](https://www.consob.it)). Tale limite era in precedenza 500 milioni, elevato a 1 miliardo con la Legge 5 marzo 2024 n.21, cosiddetta “Legge Capitali”. La qualifica di PMI quotata viene attribuita in base al calcolo della capitalizzazione ai sensi dell’art. 2-ter del Regolamento Emittenti Consob. Ci sono delle conseguenze nel rientrare in questa categoria. In primo luogo, mutano gli obblighi di trasparenza sugli assetti proprietari: per le PMI quotate la soglia minima di partecipazione rilevante da comunicare a Consob e al mercato (ex art. 120 TUF) è il 5% del capitale, invece del 3% previsto per gli emittenti di maggiori dimensioni. Ciò significa che una PMI quotata beneficia di una soglia più alta prima che gli azionisti debbano dichiarare le proprie partecipazioni, riducendo l’onere di comunicazione per piccole variazioni azionarie. In secondo luogo, vi sono importanti differenze nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (OPA) obbligatorie. Il TUF consente alle PMI quotate di introdurre nello statuto una soglia di OPA obbligatoria diversa da quella ordinaria, purché compresa tra il 25% e il 40%. Questo implica, ad esempio, che una PMI potrebbe statutariamente alzare la soglia OPA al 40%, evitando che un investitore che superi il 30% sia costretto automaticamente a lanciare un’OPA totalitaria – maggiore flessibilità pensata per facilitare l’entrata di investitori di peso senza innescare immediatamente obblighi onerosi. Inoltre, le PMI possono prevedere una clausola statutaria di *opt-out* dall’OPA da consolidamento nei primi 5 anni dalla quotazione. L’OPA da consolidamento è quell’obbligo di offerta che scatta quando un soggetto già oltre la soglia (es. 30%) incrementa ulteriormente la propria partecipazione oltre una certa soglia incrementale: le PMI, nei primi cinque anni di quotazione, possono esentare statutariamente tali incrementi dall’obbligo di OPA (facoltà che invece le società maggiori non hanno). Di converso, per le società non PMI il TUF prevede una regola aggiuntiva più stringente: se un investitore raggiunge il 25% del capitale senza che vi sia un altro azionista sopra il 25%, scatta comunque un’OPA obbligatoria (regola anti-trasferimento del controllo di fatto). Riassumendo, la qualifica di PMI quotata comporta un regime leggermente attenuato su alcuni fronti: trasparenza proprietaria (soglia partecipazioni

rilevanti al 5%), OPAs (maggiore libertà statutaria su soglie e temporanea esenzione OPA consolidamento). Tali misure mirano a incentivare la quotazione delle PMI riducendo alcuni disincentivi normativi, mantenendo al contempo adeguate tutele per gli investitori. È importante precisare che la definizione di PMI del TUF è tarata su criteri di capitalizzazione, differenti dalla definizione comunitaria basata su dipendenti/ricavi. Pertanto, un'emittente quotata può essere considerata "PMI" ai fini TUF anche se ha centinaia di milioni di fatturato, purché la sua capitalizzazione di Borsa resti sotto 1 miliardo (condizione frequente per molte società del segmento STAR, ad esempio). La normativa italiana aggiorna periodicamente l'elenco delle società che rientrano in tale categoria pubblicandolo sul sito Consob. In sintesi, la qualifica di PMI è un elemento cruciale nel quadro normativo italiano perché differenzia parzialmente il regime regolamentare tra piccole e grandi società quotate, riconoscendo la necessità di proporzionalità.

1.2. Mercati regolamentati: Euronext Milan e segmento Star

Euronext Milan (precedentemente Borsa Italiana – Mercato Telematico Azionario) è il principale mercato regolamentato italiano, destinato ad imprese di media-grande capitalizzazione che cercano capitali per progetti di crescita. In quanto mercato regolamentato, Euronext Milan è soggetto alle direttive UE e alle normative italiane più stringenti, allineate ai migliori standard internazionali. L'accesso a Euronext Milan richiede il rispetto di rigorosi requisiti formali in fase di IPO: è necessario un flottante minimo del 25% del capitale, almeno 3 anni di bilanci certificati secondo principi contabili internazionali (IFRS), e la pubblicazione di un prospetto informativo approvato da Consob. È inoltre prevista una capitalizzazione minima intorno a 40 milioni di euro. Per quanto riguarda la struttura di governance, la normativa primaria (TUF) impone alle società quotate standard di governo societario, come la presenza di amministratori indipendenti (tipicamente almeno un terzo del CDA) e l'istituzione di comitati interni (controllo/rischi, remunerazione, ecc.), sebbene per l'ammissione su Euronext Milan tali aspetti siano raccomandati più che formalmente obbligatori dal regolamento di Borsa. È obbligatoria la predisposizione di un sito web societario per la pubblicazione delle informazioni regolamentate, e viene raccomandata la nomina di un *investor*

relator dedicato ai rapporti con la comunità finanziaria. Durante la quotazione, le società su Euronext Milan devono adottare il Codice di Corporate Governance su base “*comply or explain*” (adesione o spiegazione delle eventuali divergenze). Inoltre, per facilitare la liquidità dei titoli di PMI quotate sul mercato principale, è previsto l’obbligo di uno *specialist* (operatore di supporto alla liquidità) per i primi 3 anni post-quotazione per le società di capitalizzazione inferiore a 1 miliardo.

Un segmento particolarmente rilevante di Euronext Milan è il Segmento STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti), rivolto a imprese medio-piccole che volontariamente rispettano standard ancor più elevati in cambio di una maggiore visibilità verso gli investitori. Oltre ai requisiti base del mercato principale, le società STAR garantiscono un flottante almeno del 35% e capitalizzazione indicativamente compresa tra 40 milioni e 1 miliardo di euro. Devono avere 3 anni di bilanci certificati IFRS, nonché impegnarsi al rispetto integrale delle best practice di governance: la presenza di un adeguato numero di amministratori indipendenti, l’istituzione obbligatoria dei comitati controllo-rischi e remunerazione, e politiche di remunerazione del top management legate alle performance. Le STAR sono tenute ad avvalersi di uno *specialist* che operi come market maker e produca ricerche sul titolo. In termini di trasparenza, il segmento STAR richiede reporting trimestrale: le società pubblicano resoconti intermedi del 1° e 3° trimestre entro 45 giorni (con esonero dell’ultimo trimestre qualora il bilancio annuale venga pubblicato entro 90 giorni dalla chiusura dell’esercizio), oltre alla relazione semestrale entro 75 giorni e al bilancio annuale entro 90 giorni. Tali obblighi trimestrali vanno oltre quanto strettamente previsto dalla legge. In definitiva, Euronext Milan, e ancor più il segmento STAR rappresenta un ambiente regolamentato dove le PMI quotate devono sottostare a elevati requisiti di ingresso e a continui obblighi di informativa finanziaria e societaria verso il pubblico mercato.

1.3. Mercati non regolamentati: Euronext Growth Milan e segmento professionale

In Italia esiste un mercato dedicato alle PMI con un approccio più flessibile: Euronext Growth Milan (EGM), già noto come AIM Italia. EGM è un MTF (mercato non regolamentato) gestito da Borsa Italiana/Euronext e concepito appositamente per imprese di piccola e media dimensione “dinamiche e competitive, in cerca di capitali per

finanziare la crescita”. Rispetto a Euronext Milan, EGM offre un percorso di quotazione semplificato e calibrato sulle PMI, con requisiti di accesso minimi e oneri ridotti, pur mantenendo un’adeguata tutela informativa per gli investitori. In fase di ammissione non sono previsti criteri minimi di capitalizzazione o dimensione aziendale, né un track record pluriennale di risultati, e possono quotarsi anche società estere. Il regolamento EGM non richiede un prospetto informativo autorizzato dall’autorità, bensì la predisposizione di un Documento di Ammissione semplificato. I requisiti formali per l’IPO su Euronext Growth Milan si limitano essenzialmente a: almeno 1 bilancio certificato (se disponibile), un flottante minimo del 10% del capitale, di cui almeno il 7,5% deve essere sottoscritto da almeno 5 investitori istituzionali. È inoltre obbligatorio inserire in Consiglio almeno 1 amministratore indipendente. Elemento centrale del modello AIM/EGM è la figura dell’Euronext Growth Advisor (EGA): si tratta di un consulente/sponsor (banche d’investimento o simili qualificati) che assiste la società durante la quotazione e per tutta la permanenza sul mercato, garantendo il rispetto degli adempimenti previsti dal regolamento. La nomina di un EGA è obbligatoria e deve essere mantenuta almeno per i primi tre anni di quotazione. Inoltre, l’emittente EGM deve nominare un Investor Relations Manager e dotarsi di un sito web per la diffusione delle informazioni societarie. Non è invece formalmente richiesta la costituzione di comitati interni (controllo o remunerazione) né l’adesione a codici di governance: la struttura di governo può essere quella ritenuta più idonea dall’azienda, senza requisiti specifici regolamentari in tal senso.

Va evidenziato che Euronext Growth Milan prevede anche un Segmento Professionale riservato a investitori professionali, introdotto per offrire ulteriore flessibilità alle PMI che vogliono approcciarsi gradualmente al mercato dei capitali. Il Segmento Professionale consente la quotazione anche con flottante iniziale molto ridotto: è sufficiente un flottante $\geq 2\%$ (minimo) al momento dell’ammissione, fermo restando l’obiettivo del 10% entro due anni. In pratica, Borsa Italiana può ammettere la società e contestualmente sospendere le negoziazioni fino a quando il flottante non raggiunga almeno il 10%; trascorsi due anni senza tale requisito, la società viene delistata dal segmento. Il collocamento sul Segmento Professionale è rivolto esclusivamente a investitori qualificati, e non richiede la pubblicazione di un prospetto destinato al pubblico. Questo percorso è pensato per società di piccole dimensioni, start-up o imprese

che non hanno necessità immediate di raccolta capitali e preferiscono quotarsi con minori adempimenti iniziali, rimandando eventualmente un passaggio al mercato aperto retail in un secondo momento. Nel Segmento Professionale gli obblighi informativi sono analoghi a EGM, ma con la significativa differenza che la negoziazione dei titoli avviene solo fra investitori professionali, riducendo così il perimetro di tutela richiesto. In sintesi, Euronext Growth Milan, sia nella versione aperta al pubblico retail sia nel segmento solo professionale, rappresenta un mercato non regolamentato dove le PMI possono accedere al capitale con oneri regolamentari ridotti: nessuna approvazione preventiva da parte di Consob sul documento informativo, requisiti finanziari minimi assenti, adempimenti societari semplificati. Questo equilibrio “light touch” è controbilanciato dalla presenza obbligatoria dell’Advisor e dagli obblighi di informativa continuativa sui fatti rilevanti, anche grazie all’applicazione del regolamento europeo Market Abuse (MAR) che, è bene ricordarlo, si applica anche agli emittenti ammessi su MTF per prevenire abusi di mercato.

1.4. Obblighi di trasparenza, governance e informativa: regolamentato vs non regolamentato

Le differenze normative tra mercati regolamentati e non regolamentati si riflettono chiaramente nel tipo e nell’entità degli obblighi cui sono soggette le PMI quotate. Nei mercati regolamentati come Euronext Milan, gli emittenti devono rispettare integralmente le disposizioni del Testo Unico della Finanza (TUF), dei regolamenti Consob (es. Regolamento Emittenti n. 11971/1999) e delle direttive/regolamenti UE applicabili (Transparency Directive, Market Abuse Regulation, ecc.). Ciò implica, in sintesi: obbligo di pubblicare relazioni finanziarie periodiche (bilancio annuale e relazione semestrale) entro termini stringenti, secondo principi contabili IAS/IFRS (per i bilanci consolidati) come richiesto dal Regolamento CE 1606/2002; adempimento degli obblighi di *ongoing disclosure*, ossia comunicazione senza indugio di informazioni privilegiate al mercato (*price sensitive*) ai sensi del MAR; predisposizione di *insider list*, registri informativi, e rispetto di *blackout period* per operazioni degli *insider* (tutte previsioni MAR). Inoltre, su un mercato regolamentato le società sono tipicamente “emittenti quotati” ai sensi del diritto civile e del TUF, con conseguenze in

termini di governance interna: ad esempio, si applica la disciplina sulle parti correlate (Consob deliberazione 17221/2010) che impone procedure e trasparenza nelle operazioni con soggetti collegati; si applica l'art. 2381 c.c. e il TUF in materia di controlli interni, che di fatto richiedono organi di controllo rafforzati. Le società quotate su mercato regolamentato devono inoltre osservare l'obbligo di offerta pubblica di acquisto (OPA) in caso di cambio di controllo: il TUF fissa la soglia generale al 30% del capitale (25% in assenza di altro azionista di maggioranza relativa) per il lancio di un'OPA obbligatoria totalitaria. La disciplina delle OPA e della governance è quindi uniforme e inderogabile (fatti salvi alcuni margini per le PMI, v. infra).

Nei mercati non regolamentati come Euronext Growth Milan, il regime è diverso poiché tali mercati sono disciplinati da regolamenti interni dell'operatore di mercato (Borsa Italiana/Euronext) e non ricadono nell'ambito di applicazione diretto di alcune direttive UE riservate ai soli mercati regolamentati. Ad esempio, la *Direttiva Transparency* (2004/109/CE e s.m.i.), che impone la pubblicazione di bilanci semestrali e comunicazioni periodiche, vale per gli emittenti quotati in mercati regolamentati, ma non si applica agli MTF. In assenza di obblighi normativi, Borsa Italiana richiede comunque alle società EGM di pubblicare almeno bilanci annuali e semestrali (secondo standard nazionali OIC o internazionali a scelta) e di rispettare obblighi informativi su eventi rilevanti. La corporate governance su EGM è in gran parte lasciata all'autonomia della società: non c'è un codice di autodisciplina obbligatorio. Anche le norme civilistiche che si applicano specificamente alle "società con azioni quotate in mercati regolamentati". Ad esempio, in tema di fusioni, aumenti di capitale delegati, composizione degli organi di controllo non trovano applicazione per le società negoziate solo su EGM, che sotto il profilo legale restano società non quotate (pur avendo strumenti finanziari diffusi tra il pubblico). In sintesi, le PMI quotate su mercato regolamentato godono di maggiore visibilità e accesso a investitori retail, ma affrontano un onere normativo significativo in termini di trasparenza e governance; viceversa, le PMI su mercati non regolamentati beneficiano di iter di quotazione e adempimenti più snelli, in un contesto regolato principalmente da contratto con il gestore del mercato e da principi di autodisciplina, pur dovendo garantire ai mercati informazioni corrette e tempestive per tutelare investitori prevalentemente professionali.

1.5. Disciplina attuale sulla sostenibilità per le PMI quotate

Negli ultimi anni la rendicontazione di sostenibilità è divenuta parte integrante delle aspettative verso le società quotate. In Italia, fino ad oggi, l'obbligo normativo di reportistica non finanziaria deriva dal recepimento della direttiva UE 2014/95/UE (*Non-Financial Reporting Directive*, NFRD) tramite il D.Lgs. 254/2016. Tale decreto ha imposto a partire dal 2017 la redazione della Dichiarazione Non Finanziaria (DNF) annuale soltanto a determinate categorie di imprese di grandi dimensioni, definite come enti di interesse pubblico sopra soglie dimensionali specifiche. In particolare, rientrano nell'obbligo: le società con titoli quotati su mercati regolamentati (oltre a banche e assicurazioni) che abbiano nell'esercizio in questione più di 500 dipendenti medi e superino almeno uno dei seguenti limiti: 20 milioni di euro di totale attivo di bilancio oppure 40 milioni di euro di ricavi netti. La grande maggioranza delle PMI quotate non supera tali soglie (specialmente il requisito dei 500 dipendenti), restando quindi esclusa dall'obbligo di DNF. Ne consegue che attualmente, sul piano normativo, una PMI quotata italiana tipica non è obbligata a fornire una reportistica ESG dettagliata, salvo scelta volontaria. Le imprese soggette a D.Lgs. 254/2016 (in prevalenza blue-chip o grandi società STAR con oltre 500 dipendenti) devono includere nella DNF informazioni riguardanti temi ambientali, sociali, attinenti al personale, rispetto dei diritti umani e lotta alla corruzione attiva e passiva, seguendo principi di materialità e completezza. La DNF va approvata dal CDA, pubblicata insieme al bilancio e sottoposta a *limited assurance* da parte di una società di revisione. Per le PMI non obbligate, la sostenibilità rientra finora nell'alveo della comunicazione volontaria: alcune PMI particolarmente virtuose hanno iniziato a redigere bilanci di sostenibilità volontari, spinte da considerazioni reputazionali o dalle richieste di alcuni investitori, ma si tratta di una minoranza sino ad oggi.

Al di là degli obblighi di legge, numerose PMI quotate scelgono di adottare volontariamente standard di rendicontazione ESG per migliorare la trasparenza verso gli stakeholder e prepararsi ai futuri obblighi. Esistono diversi framework internazionali riconosciuti, ciascuno con focus e finalità specifiche. I principali standard volontari in ambito sostenibilità sono molti. Citiamo il Global Reporting Initiative (GRI): è lo standard più diffuso per il *sustainability reporting*. Fornisce linee guida dettagliate per

rendicontare gli impatti economici, ambientali e sociali di un'organizzazione. I *GRI Standards* adottano un approccio multi-stakeholder e di materialità estesa, incoraggiando le aziende a divulgare informazioni su una vasta gamma di indicatori ESG di rilievo per investitori, comunità, dipendenti, clienti, ecc. Molte aziende quotate italiane (incluse PMI volontariamente) hanno utilizzato il GRI come base per i propri bilanci di sostenibilità, dato il suo carattere di standard *de facto* internazionale. Il Sustainability Accounting Standards Board (SASB): si tratta di standard sviluppati (originariamente negli USA) per identificare gli indicatori di sostenibilità *financially material* per ciascun settore industriale. A differenza di GRI, l'approccio SASB mira a ciò che è materialmente significativo per gli investitori in termini finanziari. Una PMI quotata potrebbe adottare le metriche SASB per comunicare in modo mirato al mercato finanziario come i fattori ESG incidano sulle proprie performance e prospettive di valore. Nel 2022 il SASB è confluito nell'IFRS Foundation e i suoi principi stanno confluendo negli standard internazionali di rendicontazione sostenibile (ISSB). La Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD): è un framework volontario promosso dal Financial Stability Board che fornisce raccomandazioni sulla comunicazione dei rischi e opportunità climatiche. Si focalizza su quattro pilastri (Governance, Strategia, Gestione del rischio, Metriche e obiettivi) in relazione al cambiamento climatico. Un numero crescente di società (incluse diverse PMI avanzate) sta allineando la propria comunicazione climatica alle raccomandazioni TCFD, per rispondere alle aspettative di investitori istituzionali sul tema del *climate risk*. Le informazioni TCFD, ad esempio scenari di transizione, emissioni Scope 1-2-3, strategie di decarbonizzazione, stanno diventando prassi da divulgare, e confluiranno obbligatoriamente nelle norme future.

Il Carbon Disclosure Project (CDP): non è uno standard di rendicontazione in senso stretto come GRI, ma una piattaforma globale attraverso cui le imprese possono divulgare volontariamente (su richiesta di investitori o iniziativa propria) dati dettagliati sulle proprie emissioni di gas serra, gestione dell'acqua e delle foreste. Le aziende rispondono a questionari annuali e ricevono un punteggio (score) sulle proprie performance e trasparenza ambientali. Una PMI quotata potrebbe decidere di partecipare al CDP per confrontarsi con best practice di settore e migliorare la percezione della propria accountability climatica agli occhi di investitori "green" (spesso i grandi fondi richiedono ai loro partecipati di rispondere al CDP). Infine, abbiamo la United Nations Global

Compact: è un'iniziativa dell'ONU a cui le aziende possono aderire sottoscrivendo 10 principi universali afferenti a diritti umani, lavoro, ambiente e anticorruzione. Pur non fornendo un framework di indicatori come GRI, il Global Compact richiede alle aziende aderenti di redigere annualmente una *Communication on Progress* (COP) che illustri i progressi nell'implementazione dei 10 principi. L'adesione al Global Compact da parte di una PMI quotata è un segnale di impegno etico e sostenibile e offre visibilità in un network globale; la COP può costituire una forma semplificata di report ESG volontario, spesso complementare ad altri standard più strutturati.

In conclusione, lo scenario normativo delle PMI quotate italiane è caratterizzato da una pluralità di percorsi: mercati diversi con regole su misura e un'attenzione crescente alla sostenibilità. Le PMI che intraprendono la via della quotazione devono scegliere il mercato più adatto bilanciando oneri regolamentari e benefici in termini di liquidità e visibilità. Parallelamente, l'evoluzione della disciplina ESG spinge verso una maggiore trasparenza: in un futuro prossimo anche le PMI quotate dovranno fornire informazioni strutturate sulle proprie performance di sostenibilità, preparandosi a rendere conto del valore creato non solo per gli azionisti, ma per tutti gli stakeholder in un'ottica di sviluppo sostenibile.

2. Criteri ESG e i principali regolamenti

I criteri ESG (*Environmental, Social and Governance*) costituiscono un quadro di riferimento imprescindibile per misurare il livello di sostenibilità e responsabilità di un'organizzazione, poiché affiancano ai tradizionali indicatori economico-finanziari una valutazione sistematica dei fattori ambientali, sociali e di governance. La loro evoluzione trova radici nei primi approcci di investimento etico degli anni Settanta, ma è soprattutto a partire dagli anni Duemila che si è assistito a una progressiva istituzionalizzazione e standardizzazione, culminata in normative specifiche e in una più ampia adozione da parte dei mercati e degli investitori. La prima spinta alla diffusione dei criteri ESG è riconducibile all'investimento socialmente responsabile (SRI), sviluppatosi inizialmente come pratica di esclusione di settori controversi (tabacco, armi, gioco d'azzardo); già negli anni Novanta, tuttavia, la Corporate Social Responsibility (CSR) ha iniziato a guadagnare terreno, spingendo le imprese a pubblicare bilanci sociali e a implementare politiche di sostenibilità elementari. Successivamente, con la progressiva presa di

coscienza riguardo al cambiamento climatico e ai rischi sistemici connessi (cfr. Protocollo di Kyoto, 1997; Accordo di Parigi, 2015), è emersa la necessità di integrare in modo più rigoroso le dimensioni ambientali, sociali e di governance nella valutazione delle attività economiche. In ambito europeo, l’emanazione del Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR) ha imposto maggiori obblighi di trasparenza per gli operatori finanziari, chiamati a dichiarare come integrano i fattori ESG nelle proprie scelte di investimento e nei prodotti finanziari; a questa disposizione si è affiancata la EU Taxonomy (Regolamento (UE) 2020/852), concepita per fornire criteri tecnico-scientifici che stabiliscano se un’attività economica possa dirsi effettivamente “sostenibile” sotto il profilo ambientale, mentre la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) ha esteso l’obbligo di rendicontazione non finanziaria a un numero più ampio di imprese, superando la precedente Direttiva 2014/95/UE. In parallelo, l’adozione su vasta scala dei criteri ESG ha trovato slancio nel lancio dei Principles for Responsible Investment (PRI), che hanno coinvolto numerose istituzioni finanziarie globali in un impegno formale per integrare la sostenibilità nelle decisioni di investimento.

La valutazione ESG si fonda sull’analisi di tre dimensioni principali: la componente ambientale (E) riguarda l’impatto che l’impresa esercita sull’ecosistema, includendo aspetti quali la riduzione delle emissioni di CO₂, l’uso efficiente delle risorse naturali, la gestione dei rifiuti e la salvaguardia della biodiversità; la dimensione sociale (S) attiene invece alla qualità delle relazioni instaurate dall’azienda con i lavoratori, la comunità e gli stakeholder, valutando politiche a favore della diversità, dell’inclusione e della tutela dei diritti umani; infine, la governance (G) concerne la struttura e i processi di governo societario, come la trasparenza nei bilanci, la prevenzione di pratiche corruttive e la definizione di politiche retributive allineate agli obiettivi di lungo termine. Integrare gli aspetti ESG nelle scelte di business garantisce molteplici vantaggi: riduce i rischi di sanzioni o controversie, migliora l’accesso ai capitali, consolida l’immagine aziendale e contribuisce a fidelizzare clienti, dipendenti e comunità locali; l’innovazione nei processi produttivi, inoltre, può generare nuove opportunità di mercato e migliorare l’efficienza operativa, mentre la trasparenza su aspetti ambientali e sociali accresce la fiducia degli stakeholder. Sebbene la pressione normativa si sia inizialmente concentrata su imprese di maggiori dimensioni, anche le PMI stanno progressivamente adottando i criteri ESG: per le realtà più piccole, infatti, la carenza di risorse economiche e competenze specialistiche

rappresenta un ostacolo rilevante, ma i vantaggi di una strategia ESG ne incentivano comunque l'implementazione.

Conclusa questa panoramica introduttiva, si propone ora di esaminare in dettaglio le principali regolamentazioni internazionali ed europee in materia di ESG, mettendone in luce gli elementi fondanti e le conseguenze operative per le imprese che desiderano coniugare la creazione di valore con una prospettiva di sostenibilità nel lungo periodo.

2.1. EU Taxonomy

La Tassonomia Verde dell'Unione Europea viene introdotta con il Regolamento (UE) 2020/852. Questo strumento di classificazione mira a stabilire criteri chiari per definire quali attività economiche possano essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale. Il sistema è stato concepito per guidare gli investimenti verso iniziative che contribuiscono agli obiettivi climatici e ambientali dell'UE, fornendo un linguaggio comune per investitori, aziende e responsabili politici. Il regolamento si inserisce all'interno del Green Deal Europeo, il quale punta a trasformare l'economia dell'Unione, rendendola climaticamente neutrale entro il 2050, e si allinea a impegni globali come l'Accordo di Parigi e gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (EESC, 2023). L'introduzione della Tassonomia Verde risponde a un'esigenza concreta: garantire che gli investimenti sostenibili siano realmente tali, evitando il fenomeno del greenwashing, cioè la tendenza di alcune imprese e istituzioni finanziarie a presentare come verdi attività che in realtà non soddisfano standard ambientali adeguati. Per contrastare questa pratica e rendere più efficace l'allocatione del capitale, l'Unione Europea ha stabilito sei obiettivi ambientali fondamentali, che ogni attività economica deve rispettare per essere considerata sostenibile. Si tratta della mitigazione dei cambiamenti climatici, dell'adattamento ai cambiamenti climatici, dell'uso sostenibile e della protezione delle risorse idriche e marine, della transizione verso un'economia circolare, della prevenzione e riduzione dell'inquinamento e della protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. Affinché un'attività economica possa essere classificata come sostenibile, è necessario che contribuisca ad almeno uno di questi obiettivi senza arrecare danno significativo agli altri. Questo principio, noto come "*Do No Significant Harm*" (DNSH), è essenziale per evitare che il miglioramento di un aspetto

ambientale comporti effetti negativi su altri. La Tassonomia Verde non è semplicemente una guida, ma ha implicazioni concrete per il settore finanziario e le imprese. Le società di gestione dei fondi, gli investitori istituzionali e le grandi aziende sono tenuti a dichiarare nei loro report finanziari quale percentuale del loro fatturato, delle loro spese in conto capitale (CapEx) e delle loro spese operative (OpEx) proviene da attività sostenibili. Questo obbligo di trasparenza è cruciale per fornire agli investitori le informazioni necessarie a prendere decisioni consapevoli. Tuttavia, l'implementazione di questo regolamento ha evidenziato alcune difficoltà. Le aziende hanno segnalato problemi nell'interpretazione dei criteri e nella raccolta dei dati necessari per valutare il proprio grado di allineamento alla Tassonomia. Per supportare le imprese, l'UE ha sviluppato strumenti come l'EU Taxonomy Navigator, che aiuta a comprendere e applicare correttamente la normativa. L'influenza della Tassonomia Verde sull'economia europea è già visibile. Nel 2023, le aziende del settore dei servizi pubblici hanno riportato il livello più alto di allineamento delle spese in conto capitale con la Tassonomia UE, pari al 69%, seguite dal settore immobiliare con il 26%. Questo dimostra come alcuni settori siano più avanzati di altri nell'adattarsi ai nuovi standard di sostenibilità.

Il regolamento è in continua evoluzione, infatti, nel gennaio 2025, la Piattaforma per la Finanza Sostenibile ha avviato una consultazione pubblica per rivedere i criteri DNSH e per valutare l'inclusione di nuove attività economiche, come le soluzioni digitali per l'economia circolare e l'estrazione di materiali critici per la transizione energetica. Anche i criteri tecnici di vaglio vengono periodicamente aggiornati dalla Commissione Europea per determinare in maniera oggettiva se un'attività economica possa essere considerata sostenibile. Ad esempio, nel settore dei trasporti, sono stati fissati limiti stringenti alle emissioni di CO₂, mentre nel settore edilizio vengono imposti standard di efficienza energetica per la classificazione degli edifici come ecosostenibili. Il continuo aggiornamento di questi criteri è essenziale per garantire che le attività classificate come sostenibili abbiano un impatto ambientale realmente positivo.

Uno dei punti più delicati riguarda il ruolo degli Stati membri nell'attuazione della Tassonomia. Sebbene ogni governo nazionale abbia il compito di promuovere la transizione ecologica all'interno del proprio territorio, la normativa vieta agli Stati di introdurre criteri divergenti rispetto a quelli stabiliti a livello europeo. Questo per evitare che si creino frammentazioni nel mercato e per garantire che gli investitori possano

operare all'interno di un quadro normativo armonizzato. Tuttavia, gli Stati possono adottare misure di incentivazione, come agevolazioni fiscali o finanziamenti agevolati per le imprese che si adeguano ai criteri della Tassonomia.

2.2. Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

Il Regolamento (UE) 2019/2088, noto come Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), è stato adottato il 27 novembre 2019 ed è entrato in vigore il 10 marzo 2021. Esso si colloca all'interno del Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile dell'UE, un progetto più ampio finalizzato a reindirizzare i flussi di capitale verso attività economicamente sostenibili, a gestire i rischi finanziari legati al cambiamento climatico e a promuovere la trasparenza nelle decisioni di investimento. La necessità di questo strumento normativo nasce dall'esigenza di fornire un quadro chiaro e uniforme per garantire che gli investimenti ESG, siano realmente orientati alla sostenibilità e non rappresentino semplici operazioni di marketing prive di fondamento. Per realizzare questi obiettivi, il regolamento impone agli operatori finanziari requisiti di trasparenza relativi ai rischi di sostenibilità e agli impatti ambientali e sociali delle scelte d'investimento. In passato, uno dei principali problemi degli investimenti ESG era la difficoltà di distinguere tra strumenti finanziari autenticamente sostenibili e quelli che, pur dichiarandosi tali, non rispettavano standard adeguati. Il SFDR si propone di risolvere questa criticità attraverso obblighi informativi dettagliati che consentano agli investitori di comprendere in modo chiaro e confrontabile l'effettivo impatto ambientale e sociale degli strumenti finanziari. Il regolamento si applica a diversi soggetti, tra cui i gestori di fondi di investimento, le imprese di assicurazione che offrono prodotti finanziari, gli enti pensionistici, gli istituti di credito che forniscono servizi di gestione patrimoniale e i consulenti finanziari. Questi operatori devono garantire la trasparenza sia a livello di entità, ovvero spiegando in che modo integrano i fattori ESG nella propria governance, sia a livello di prodotto finanziario, attraverso dichiarazioni dettagliate sulle caratteristiche di sostenibilità degli strumenti offerti. In particolare, il regolamento impone alle imprese di pubblicare informazioni sulle politiche adottate per integrare i rischi di sostenibilità nei processi decisionali, sugli impatti negativi che le loro scelte di investimento possono avere in

termini ambientali e sociali e sulle modalità con cui le politiche di remunerazione sono coerenti con gli obiettivi di sostenibilità.

Un aspetto fondamentale introdotto dal SFDR è la classificazione dei prodotti finanziari in tre categorie, basate sul loro livello di attenzione ai criteri ESG. Gli strumenti finanziari Articolo 6 non integrano esplicitamente i fattori ESG, ma devono comunque fornire informazioni su eventuali rischi di sostenibilità che potrebbero influenzarne il rendimento. Gli strumenti Articolo 8, invece, promuovono caratteristiche ambientali o sociali, anche se non hanno come obiettivo principale la sostenibilità. Infine, gli strumenti Articolo 9 sono quelli con un obiettivo di investimento sostenibile dichiarato, il che significa che devono dimostrare concretamente di contribuire a una transizione ecologica o sociale, in conformità con la normativa europea. Questa suddivisione permette agli investitori di comprendere in modo chiaro quale sia il grado di sostenibilità di un determinato prodotto, evitando il rischio di informazioni ingannevoli o poco trasparenti. Il SFDR non opera in modo isolato, ma si collega ad altre normative europee in materia di finanza sostenibile, in particolare alla Tassonomia Verde (Regolamento UE 2020/852) e alla Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Questo legame è essenziale per garantire che le informazioni sulla sostenibilità siano dichiarate, misurabili e comparabili su base oggettiva.

L'introduzione dell'SFDR ha avuto un impatto significativo sul settore degli investimenti sostenibili. Da quando il regolamento è entrato in vigore, si è registrato un forte aumento della domanda di fondi ESG, con una crescita particolarmente marcata dei prodotti Articolo 8 e 9, che nel 2023 rappresentavano oltre il 55% degli asset gestiti in Europa. Questo dato testimonia l'efficacia del regolamento nel promuovere investimenti orientati alla sostenibilità e nel fornire maggiore chiarezza agli investitori. Tuttavia, l'implementazione dell'SFDR ha evidenziato anche alcune criticità, tra cui la difficoltà nella raccolta di dati ESG affidabili e la mancanza di standard uniformi per la valutazione della sostenibilità. Attualmente, esistono ancora discrepanze tra i rating ESG forniti dalle diverse agenzie di valutazione, il che rende complessa l'interpretazione dei dati. Per risolvere questa problematica, la Commissione Europea ha annunciato che nei prossimi anni verranno introdotte nuove linee guida per armonizzare le metriche di sostenibilità e migliorare la coerenza tra SFDR, Tassonomia UE e CSRD (European Banking Authority, 2024).

2.3. Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) segna un cambio di rotta nel panorama normativo europeo in materia di rendicontazione di sostenibilità, ampliando il campo di applicazione e definendo regole più stringenti rispetto alla precedente Non-Financial Reporting Directive (NFRD). Mentre la NFRD si limitava a un numero ristretto di grandi imprese di interesse pubblico, la CSRD introduce un sistema che coinvolge una platea molto più ampia, imponendo obblighi di trasparenza e comparabilità delle informazioni ambientali, sociali e di governance. Questa trasformazione risponde alla crescente domanda di dati affidabili da parte di investitori, autorità di vigilanza e istituzioni finanziarie. La NFRD aveva costituito un primo passo importante, sancendo l'obbligo per le grandi imprese con oltre 500 dipendenti di rendicontare aspetti non finanziari. Tuttavia, la mancanza di standard uniformi e l'esclusione di molte imprese ne hanno ridotto l'efficacia, evidenziando la necessità di un quadro normativo più inclusivo e dettagliato. Con la Direttiva (UE) 2022/2464, l'Unione Europea ha dunque deciso di intervenire in modo più incisivo, stabilendo che tutte le aziende che soddisfano almeno due dei tre seguenti criteri: più di 250 dipendenti, un fatturato netto superiore a 40 milioni di euro o un totale di bilancio superiore a 20 milioni di euro, rientrino nelle disposizioni previste. Questo ampliamento rafforza l'obiettivo di rendere la sostenibilità un elemento strutturale della governance aziendale e di aumentare la trasparenza sulle performance ESG in tutti i settori. La direttiva viene applicata non solo alle imprese con sede legale nell'UE, ma si estende anche a quelle non europee che generano un fatturato superiore a 150 milioni di euro nel territorio comunitario, a condizione che dispongano di filiali o succursali con ricavi superiori a 40 milioni di euro. Questo per garantire una concorrenza leale tra le imprese europee soggette a stringenti obblighi di rendicontazione e quelle straniere che, pur beneficiando dell'accesso al mercato unico, rischierebbero altrimenti di rimanere esentate dalle medesime regole.

Sul piano metodologico, la CSRD introduce il concetto di doppia materialità, superando la visione tradizionale secondo cui le questioni ESG rilevanti sarebbero unicamente quelle con impatto sulla performance finanziaria dell'impresa. Nella nuova prospettiva, le organizzazioni devono rendicontare sia come i fattori ambientali, sociali e di governance incidano sui risultati economici, sia come le proprie attività influiscano

sull'ambiente naturale e sulla società. Questo cambio di paradigma impone alle aziende una maggiore responsabilità nel valutare e comunicare i propri impatti, stimolandole a integrare la sostenibilità nelle strategie di lungo termine e a riconsiderare processi, filiere e modelli di business alla luce di una visione più ampia e inclusiva. A sostegno di questo quadro normativo, la CSRD introduce gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS). Tali standard mirano a fornire alle imprese indicazioni precise e uniformi per la rendicontazione ESG, facilitando il confronto dei dati e superando le lacune della NFRD. Viene introdotto anche l'obbligo di verifica indipendente delle informazioni ESG. Se la NFRD non prevedeva controlli esterni specifici, la nuova direttiva sancisce la necessità di un'*assurance* da parte di revisori o enti accreditati, con un livello di approfondimento che si prefigge di arrivare a un rigore simile a quello previsto per i bilanci finanziari. Tale misura costituisce un deterrente al *greenwashing*, offrendo al contempo maggiore credibilità alle dichiarazioni di sostenibilità e stimolando le aziende a dotarsi di sistemi di monitoraggio e governance interna più solidi.

Sul versante tecnologico, la CSRD, richiede che le informazioni ESG siano pubblicate e raccolte nell'European Single Access Point (ESAP). Grazie a questo approccio, gli investitori e gli stakeholder potranno reperire con maggiore rapidità i dati riportati, consentendo analisi e confronti più rigorosi ed efficienti. L'introduzione di un sistema di rendicontazione ESG armonizzato e verificabile comporta però costi di compliance, che spaziano dall'attuazione di nuove procedure interne alla formazione del personale fino al ricorso a consulenze specialistiche.

Nel quadro del nuovo regime introdotto dalla CSRD, risulta di particolare interesse l'effetto sui segmenti di mercato popolati da imprese di taglia medio-piccola. Se la NFRD riguardava essenzialmente le grandi società, la CSRD coinvolge ora un'ampia gamma di PMI quotate che, entro il 2026, dovranno iniziare a pubblicare dati ESG conformi ai nuovi standard, sebbene sia previsto un regime transitorio fino al 2028 per consentire loro di adeguarsi gradualmente. Per queste realtà, di frequente prive di strutture interne dedicate alla sostenibilità, l'adozione di procedure di monitoraggio e rendicontazione potrebbe rappresentare un impegno notevole. Ciononostante, l'adeguamento alla CSRD rivela anche un potenziale di crescita: i mercati finanziari, e in particolare gli investitori istituzionali, mostrano infatti un crescente interesse verso imprese che dimostrino una concreta responsabilità ambientale e sociale. In tal senso, le PMI quotate potrebbero

capitalizzare la conformità ai criteri ESG per attrarre capitali, differenziarsi in termini di reputazione e accedere a condizioni di credito più favorevoli. Va inoltre sottolineato che la CSRD, promuovendo la doppia materialità e richiedendo un livello di trasparenza prima impensabile per molte PMI, spinge queste ultime a ripensare in profondità il proprio modello di business. La necessità di rendicontare in maniera dettagliata gli impatti ambientali e sociali delle proprie operazioni può tradursi in una progressiva adozione di pratiche più sostenibili, con ricadute positive sulla competitività e sulla resilienza aziendale.

3. Descrizione Metodologia utilizzata

Nel quadro di un'analisi empirica volta a indagare la relazione tra la sostenibilità aziendale e la performance economico-finanziaria, l'elaborazione di una solida metodologia di valutazione rappresenta un passaggio cruciale. In questa seconda parte, viene dunque presentato un modello di valutazione ESG, concepito con l'obiettivo di offrire uno strumento specificamente adattato al campione considerato, composto dalle PMI italiane quotate. L'intento alla base della costruzione di questa metodologia è duplice: da un lato, fornire una misurazione strutturata e comparabile del profilo ESG delle imprese; dall'altro, creare una base di analisi affidabile per confrontare i risultati ottenuti con le variabili scelte (performance finanziaria, settori, ecc...). La metodologia proposta nasce quindi come strumento capace di coniugare aderenza al contesto e trasparenza valutativa. Le sezioni che seguono ne descrivono in dettaglio la struttura, la logica sottostante, i criteri adottati e le modalità di costruzione e applicazione.

3.1. Definizione e selezione del campione

Ai fini dell'analisi condotta, il campione di riferimento è costituito da tutte le piccole e medie imprese (PMI) italiane quotate al 31 dicembre 2024, attive sui mercati regolamentati e non regolamentati della Borsa Italiana. In particolare, sono state considerate le società presenti su piattaforme quali Euronext Growth Milan e Euronext Star Milan, oltre ad altri segmenti rilevanti del mercato azionario italiano. Per quanto riguarda il periodo di osservazione, l'analisi si concentra sui dati relativi

all'esercizio 2023, in quanto rappresenta l'annualità più recente per la quale risulta disponibile la documentazione completa, affidabile e accessibile. In fase di selezione, sono state individuate 135 imprese che, alla data del 31 dicembre 2024, risultavano classificate come PMI e regolarmente quotate in Italia, secondo quanto riportato dalla Consob. Le aziende incluse coprono un ampio ventaglio di settori, tra cui industria manifatturiera, tecnologia, alimentare, retail, energia, immobiliare, finanza, sanità, media e comunicazione. Questa eterogeneità settoriale rappresenta un importante valore aggiunto per lo studio, poiché consente non solo di analizzare la relazione tra ESG e performance in senso generale, ma anche di individuare differenze strutturali nell'approccio alla sostenibilità tra comparti produttivi diversi. Questa pluralità di settori rende il campione particolarmente utile dal punto di vista analitico, consentendo un confronto più articolato e l'individuazione di pattern settoriali ricorrenti, utili per comprendere in che modo i diversi ambiti produttivi integrino o trascurino i principi ESG nelle loro strategie aziendali.

3.2. Raccolta e gestione dei dati

La fase di raccolta e gestione dei dati ha costituito una delle attività centrali dell'intero lavoro di ricerca, non solo per la sua estensione e complessità, ma anche per l'impatto diretto sulla qualità delle analisi successive. L'obiettivo principale di questa fase è stato duplice: da un lato, reperire informazioni affidabili, coerenti e comparabili in merito alla sostenibilità aziendale; dall'altro, raccogliere indicatori sintetici e significativi di performance economico-finanziaria da mettere in relazione con i punteggi ESG. Il processo di acquisizione dei dati è stato condotto in modo rigoroso e sistematico, al fine di garantire la trasparenza metodologica, la replicabilità del lavoro e l'affidabilità dei risultati ottenuti. Per la costruzione della componente ESG, i dati sono stati estratti direttamente dai siti ufficiali delle imprese incluse nel campione. Per ciascuna società, è stata effettuata una consultazione accurata di tutte le sezioni informative rilevanti, con particolare attenzione alla documentazione pubblicata nelle aree dedicate alla sostenibilità e alla governance. La ricerca si è concentrata principalmente sull'individuazione di documenti chiave come le dichiarazioni non finanziarie (DNF), redatte ai sensi del D.lgs. 254/2016, i bilanci di sostenibilità, le relazioni sul governo

societario, i codici etici aziendali e ulteriori policy di comunicazioni istituzionali relative ai temi ambientali, sociali o di governance. L'approccio adottato ha previsto una lettura integrale di ogni documento disponibile per ciascuna impresa, con l'obiettivo di estrapolare in modo diretto le informazioni necessarie per applicare la metodologia ESG costruita per questa ricerca. Tale processo, sebbene particolarmente dispendioso in termini di tempo, ha permesso di mantenere un elevato livello di coerenza interpretativa e di uniformità nella valutazione dei contenuti.

La seconda componente del dataset, relativa alle performance finanziarie, è stata costruita a partire da fonti pubbliche di mercato, principalmente il sito ufficiale di Borsa Italiana e la piattaforma Yahoo Finance. Una volta completata la raccolta dei dati, è stato avviato un accurato processo di normalizzazione finalizzato a garantire l'uniformità del dataset. Le informazioni estratte sono state organizzate in un file Excel costruito appositamente, nel quale ogni riga corrisponde a una singola impresa. All'interno del foglio di calcolo, le colonne sono state suddivise in tre macro-sezioni: una prima sezione contenente i dati identificativi delle imprese una seconda sezione interamente dedicata alla componente ESG, con i punteggi assegnati per ciascun *Key Issue*, le valutazioni di esposizione e gestione, le formule applicate in base alla natura del tema e il punteggio ESG finale; infine, una terza sezione dedicata alle metriche finanziarie, con gli indicatori economici raccolti dalle fonti di mercato. Durante questa fase, i casi di informazioni assenti sono stati esplicitamente annotati, mentre gli *outlier* palesi sono stati analizzati caso per caso e, se necessario, esclusi dalle analisi per evitare distorsioni statistiche. Questo processo ha garantito un'elevata qualità dei dati e ha rappresentato un passaggio fondamentale per poter condurre analisi affidabili. Nel complesso, l'intero processo di raccolta ed elaborazione dei dati è stato progettato per assicurare il massimo livello di trasparenza, controllo e fedeltà alle fonti primarie. L'adozione di una metodologia manuale ha consentito un livello di accuratezza difficilmente raggiungibile tramite strumenti automatizzati.

3.3. Descrizione metodologia

La metodologia sviluppata per valutare il profilo ESG delle imprese si basa sull'identificazione di otto *Key Issue*, selezionati per rappresentare i principali ambiti di

rischio e opportunità che caratterizzano la sostenibilità aziendale. Nello specifico, 6 *Key Issue* fanno riferimento ai rischi:

- 1) Corporate Governance (20%): è il tema più rilevante dell'intero framework, e per questo motivo è stato assegnato il peso maggiore. Una governance efficace rappresenta la base su cui si fonda la capacità dell'azienda di pianificare strategicamente, monitorare i rischi e garantire trasparenza. Il peso elevato riflette l'idea secondo cui una buona governance è prerequisito essenziale per qualsiasi approccio autentico alla sostenibilità.
- 2) Corporate Behavior (15%): questo *Key Issue* si concentra sull'integrità etica dell'impresa, la lotta alla corruzione, la condotta nei confronti di clienti, fornitori e stakeholder, nonché il rispetto di standard di compliance. Un comportamento scorretto può compromettere la reputazione aziendale e generare rischi legali e finanziari significativi. Per questo motivo, pur avendo un impatto potenzialmente variabile tra i settori, il tema è stato fortemente valorizzato.
- 3) Carbon & Climate Risk: Il rischio climatico è ormai al centro dell'agenda politica, finanziaria e regolatoria globale. Nonostante non tutte le PMI siano soggette agli stessi livelli di emissioni o dipendenza da energia, è importante considerare come queste imprese si posizionino rispetto agli obiettivi di decarbonizzazione e mitigazione climatica. Il peso del 12% riconosce l'importanza crescente del tema, senza però sovradimensionarlo in un contesto di piccole e medie imprese.
- 4) Labor & Human Capital (10%): il capitale umano è una risorsa chiave per tutte le organizzazioni, ma assume un ruolo ancora più centrale nelle PMI, dove spesso le competenze interne rappresentano un vantaggio competitivo critico. Il peso riflette l'importanza della formazione, della valorizzazione delle persone e del benessere organizzativo come pilastri di sostenibilità interna.
- 5) Health & Safety (10%): la tutela della salute e della sicurezza dei lavoratori rappresenta un obbligo normativo e una priorità etica. Il peso del 10% riconosce l'impatto potenziale di carenze in questo ambito sulla reputazione e sull'affidabilità dell'impresa.
- 6) Waste & Pollution Risk (8%): sebbene l'inquinamento e la gestione dei rifiuti siano tematiche importanti, la loro incidenza varia notevolmente in base al settore e alla natura dell'attività svolta. Per molte PMI, soprattutto quelle dei servizi o del digitale, questo tema assume una rilevanza marginale. Per questo motivo, pur inclusa nella valutazione, la dimensione è stata ponderata in misura più contenuta.

Mentre, due *Key Issues* fanno riferimento alle opportunità:

1) Social Innovation & Inclusion: in un contesto economico e sociale in continua evoluzione, la capacità delle imprese di generare valore condiviso e promuovere inclusione rappresenta una leva fondamentale per la sostenibilità di lungo periodo. Il peso assegnato riflette la volontà di premiare quei modelli di business orientati all'impatto sociale positivo, all'inclusione di categorie fragili, alla valorizzazione del capitale umano e allo sviluppo di innovazione con finalità sociale.

2) Environmental Opportunity (10%): questo tema misura la capacità dell'impresa di cogliere occasioni derivanti dall'economia verde: nuovi prodotti, soluzioni energetiche sostenibili, riduzione dei consumi, economia circolare. Il peso attribuito bilancia il valore potenziale di tali pratiche con la loro effettiva diffusione nel campione analizzato.

Per ciascuno di questi otto temi, la valutazione si è stata articolata in 2 passaggi fondamentali: esposizione e gestione. Per ogni impresa viene valutata l'esposizione (E), cioè il grado di rilevanza o criticità del *Key Issue* rispetto alla specifica realtà aziendale. Tale dimensione è misurata su una scala da 0 a 5, dove 0 corrisponde a una totale irrilevanza del tema per l'azienda, mentre 5 rappresenta il massimo livello di esposizione. Questo punteggio dipende, ad esempio, dal settore di appartenenza, dal modello di business, dal livello di dipendenza da risorse naturali, o dalla visibilità dell'azienda su temi sensibili. Infine, viene valutata la gestione (M), ovvero la capacità dell'azienda di affrontare (in caso di rischio) o cogliere (in caso di opportunità) il tema in esame. Anche in questo caso, la scala di riferimento va da 0 (assenza totale di politiche, pratiche o strumenti) a 5 (adozione di *best practice* e strategie strutturate). La gestione viene misurata considerando le azioni concrete messe in atto dall'impresa: *policy* formali, sistemi di monitoraggio, indicatori pubblici di risultato, progetti specifici, adesione a standard internazionali e molto altro.

Il passaggio successivo consiste nel calcolo di un punteggio ESG per ciascun *Key Issues*, il cui calcolo varia a seconda della natura del tema (rischio o opportunità). Per i temi di rischio, la logica adottata è di tipo "difensivo", ovvero penalizzante nei confronti delle imprese che non dimostrano una capacità adeguata di mitigare il rischio. La formula utilizzata è la seguente:

$$\max(0 ; \min(5 ; 3 - (\text{Exposure} - \text{Management})))$$

Questa impostazione parte da una base di 3 (punteggio neutro), da cui si sottrae la differenza tra esposizione e gestione. L'idea alla base è che solo una gestione nettamente superiore all'esposizione (almeno +2) giustifica un punteggio massimo, mentre una gestione carente in presenza di rischio elevato riduce drasticamente il punteggio. Si tratta di una scelta metodologica volutamente più severa rispetto a molte prassi di mercato, che tendono a sovrastimare le performance ESG.

Per i temi di opportunità, la logica è orientata a premiare l'azienda solo nel caso in cui vi sia una piena combinazione tra potenziale e capacità di attuazione. La formula è:

$$\max(0 ; \min(5 ; (\text{Exposure} \times \text{Management}) / 4))$$

Questa struttura moltiplicativa garantisce che punteggi alti siano possibili solo se entrambi i fattori di gestione e esposizione sono elevati. Se uno dei due è basso, il risultato finale si abbassa significativamente. I punteggi ottenuti per ciascun Key Issue (sempre su scala 0–5) vengono successivamente convertiti in scala 0–10 e ponderati secondo i pesi stabiliti nella fase iniziale (ovvero le percentuali assegnate a ciascun Key Issue. Per consentire una comprensione più accurata e comparabile, il punteggio viene infine convertito in un rating alfanumerico su una scala a sette classi:

- CCC (< 2,25)
- B (2,25–3,74)
- BB (3,74–5,24)
- BBB (5,24–6,74)
- A (6,75–7,74)
- AA (7,75–8,74)
- AAA (8,74–10)

Tale classificazione consente di ordinare le imprese secondo la loro sostenibilità e di confrontare in modo sistematico le valutazioni ESG con indicatori finanziari. Nel suo complesso, la metodologia adottata rappresenta un pensato per coniugare robustezza e semplicità applicativa.

Dal lato finanziario, tra gli indicatori selezionati figurano l'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) e l'EBITDA, due misure ampiamente utilizzate per valutare rispettivamente la redditività operativa e la capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa a partire dalla propria attività caratteristica. A questi si affianca l'EBITDA normalizzato, che consente di escludere componenti straordinarie o non ricorrenti, rendendo il confronto tra imprese più omogeneo e aderente alla gestione ordinaria. L'utile netto operativo, invece, permette di isolare il risultato generato esclusivamente dalle attività core dell'impresa, offrendo una visione più nitida della sua efficienza operativa. Per una valutazione più articolata della redditività, sono stati calcolati anche il margine operativo e il margine di profitto, espressi in termini percentuali rispetto al fatturato. Questi due indicatori aiutano a misurare quanto le imprese riescano a trasformare i ricavi in risultati economici, sia a livello operativo che netto. A completare, è stata considerata la crescita dei ricavi su base annua, indicatore utile per cogliere l'evoluzione del volume d'affari e valutare se un posizionamento ESG più solido possa essere associato a traiettorie di crescita più sostenute.

4. Risultati emersi dalla ricerca

Dopo aver definito il quadro teorico e illustrato dettagliatamente la metodologia adottata, questo capitolo presenta i risultati empirici emersi dalla ricerca condotta. Lo scopo principale è esplorare e comprendere le relazioni esistenti tra il posizionamento ESG delle piccole e medie imprese italiane quotate. Nella prima parte del capitolo verrà fornita una panoramica generale dei risultati ottenuti, con particolare attenzione alla distribuzione dei punteggi ESG all'interno del campione analizzato. Successivamente, saranno approfondite le principali evidenze emerse dall'analisi dei dati, evidenziando eventuali relazioni significative o pattern ricorrenti tra le dimensioni della sostenibilità e le variabili finanziarie considerate. Infine, si offrirà una riflessione critica sui risultati ottenuti, discutendo la loro rilevanza teorica e pratica, nonché il loro possibile impatto sulle strategie aziendali e sulle decisioni di policy-making.

4.1. Rating ottenuti

L'applicazione della metodologia ESG ha evidenziato una notevole variabilità di performance in termini di sostenibilità. I punteggi ottenuti risultano ampiamente distribuiti lungo diverse classi di rating (AAA, AA, A, BBB, BB), a testimonianza dell'eterogeneità che caratterizza questo insieme di imprese sia nelle strategie adottate sia nella capacità gestionale di affrontare i temi ESG. Si osserva in particolare una concentrazione prevalente nelle fasce intermedie di valutazione, mentre i casi di eccellenza assoluta rimangono estremamente rari. Ciò riflette come, pur essendovi una crescente consapevolezza dell'importanza dei fattori ESG, non tutte le PMI siano riuscite a tradurre tale consapevolezza in azioni concrete e risultati di sostenibilità di alto livello. Nei paragrafi seguenti si analizzano nel dettaglio le caratteristiche di ciascuna fascia di rating, integrando interpretazioni sulle motivazioni sottostanti ai risultati osservati e richiamando dinamiche gestionali, culturali e organizzative che possono aver influito sul posizionamento delle imprese.

Solo 2 aziende su 135, pari a circa l'1,5% del campione, hanno ottenuto il rating AAA, il livello massimo di performance ESG. Questo dato conferma quanto sia inconsueto per le PMI raggiungere standard di sostenibilità così elevati, dato il livello di impegno e la complessità richiesti per eccellere simultaneamente nelle dimensioni ambientale, sociale e di governance. Le due imprese in questione sono: Elica S.p.A. e illimity Bank. La loro presenza in fascia AAA suggerisce l'esistenza di una visione strategica di lungo periodo fortemente orientata alla sostenibilità, sostenuta da un management altamente coinvolto e da una cultura aziendale che vede i principi ESG come parte integrante del modello di business. Tali imprese dimostrano infatti un'eccezionale capacità sia di mitigare i rischi ESG sia di cogliere le opportunità legate alla sostenibilità, evidenziando performance ambientali, sociali e di governance ben superiori alla media. Ad esempio, Elica S.p.A. si distingue per l'innovazione continua in soluzioni di efficienza energetica e riduzione dell'impatto ambientale nel settore manifatturiero, mentre illimity Bank eccelle in una governance trasparente e inclusiva, con politiche avanzate di rendicontazione e iniziative di innovazione sociale nel settore finanziario. La presenza di pochissime aziende in questa categoria d'élite riflette le difficoltà intrinseche che le PMI incontrano nel raggiungere un livello di sostenibilità *"best-in-class"*: limitate risorse finanziarie e umane, minor accesso

a competenze specialistiche e la necessità di bilanciare investimenti di lungo termine con le esigenze immediate di crescita possono ostacolare l'implementazione approfondita di pratiche ESG. Non sorprende, quindi, che analisi su campioni più ampi confermino la rarità di profili ESG pienamente maturi tra le PMI. Ad esempio, uno studio recente su oltre 4.500 piccole e medie imprese italiane rileva che meno dell'1% di esse può essere considerato nella categoria più virtuosa in termini di rischio e performance ESG. La fascia AA comprende 26 imprese, ossia circa il 19,3% del campione analizzato. Si tratta di aziende che mostrano una solida struttura ESG e risultati elevati nelle pratiche di sostenibilità, pur senza raggiungere l'eccellenza assoluta. La presenza di quasi un quinto delle PMI in questa categoria indica che, oltre ai rari casi di vertice, esiste un gruppo consistente di imprese già virtuose sul piano ESG, segno di una crescente maturità gestionale su questi temi. Le aziende con rating AA hanno in genere integrato con successo molti principi di sostenibilità nella propria operatività: evidenziano robusti meccanismi di governance e un comportamento aziendale responsabile, aspetti questi particolarmente valorizzati dalla metodologia adottata. Tale focalizzazione sulla governance e sull'etica aziendale suggerisce che queste PMI hanno compreso l'importanza di una gestione improntata alla sostenibilità e alla trasparenza come leva strategica di lungo periodo. In parallelo, mostrano buone performance ambientali e sociali, sebbene con alcuni margini di miglioramento residui in aree specifiche. Ad esempio, molte di queste hanno investito in iniziative come la formazione del personale sui temi ESG, l'adozione di sistemi di gestione ambientale e progetti di coinvolgimento della comunità o di tutela dei dipendenti. Tuttavia, la distinzione tra AA e AAA risiede nella completezza e profondità dell'integrazione ESG: le aziende AA, pur avanzate, possono ancora presentare qualche criticità. Rimangono, per queste aziende, spazi di miglioramento che richiedono un consolidamento ulteriore della cultura sostenibile interna e il perfezionamento di quelle aree dove la performance è ancora perfezionabile con investimenti o iniziative mirate. 28 imprese (circa il 20,7% del campione) rientrano invece nel rating A. Questa categoria indica una discreta diffusione di pratiche ESG di buon livello nel panorama delle piccole e medie imprese quotate, pur evidenziando che per molte di esse l'approccio alla sostenibilità non è ancora del tutto maturo o integrato nella strategia aziendale al massimo grado. In genere, tali aziende hanno implementato politiche e iniziative ESG ben definite e mostrano sensibilità ai temi della sostenibilità.

Tuttavia, spesso esse non riescono a tradurre tali politiche in risultati concreti e misurabili in modo uniforme su tutti i fronti. Si riscontra una certa disomogeneità: eccellono magari in alcuni aspetti (come singoli interventi di efficientamento energetico, o programmi di welfare aziendale) ma presentano al contempo aree di debolezza dove gli obiettivi di sostenibilità risultano meno monitorati. La criticità più ricorrente per questo gruppo di PMI sembra risiedere nella mancata integrazione profonda dei fattori ESG nella strategia complessiva e nel governo dell'azienda. In altre parole, la sostenibilità potrebbe essere gestita come un insieme di progetti paralleli o iniziative tattiche, invece di essere pienamente incorporata nei processi decisionali chiave e nella visione strategica dell'impresa. Ciò può dipendere da dinamiche gestionali e culturali: ad esempio, il top management potrebbe sostenere a parole l'importanza dell'ESG, ma non aver ancora istituito meccanismi di responsabilizzazione chiari o obiettivi di sostenibilità collegati alla performance dei dirigenti; oppure manca un coordinamento efficace tra le varie funzioni aziendali nel perseguire obiettivi ESG comuni. È plausibile che, con il giusto slancio molte di queste aziende potrebbero evolvere verso fasce di rating superiori nel medio periodo. Il gruppo più numeroso del campione corrisponde al rating BBB, in cui si collocano 46 imprese, equivalenti a circa il 34,1% delle PMI analizzate. Questa fascia intermedia rappresenta situazioni in cui l'azienda dimostra un'attenzione solo di base ai temi ESG, accompagnata però da criticità rilevanti in almeno una delle dimensioni chiave valutate. In altri termini, queste imprese evidenziano un profilo di sostenibilità sbilanciato: hanno probabilmente intrapreso alcuni passi iniziali verso la gestione della sostenibilità, spesso spinti da obblighi normativi minimi o da pressioni esterne, ma tali passi risultano insufficienti per garantire una solidità complessiva. Si potrebbe parlare di un equilibrio precario: c'è un impegno dichiarato sugli aspetti, ma mancano ancora strutture e processi adeguati a gestire efficacemente i relativi rischi e opportunità. Dal punto di vista organizzativo, queste PMI tendono a non avere una governance ESG strutturata: raramente dispongono di comitati o figure manageriali dedicate alla sostenibilità, e le decisioni in materia spesso avvengono in modo frammentario. Questo si riflette in vulnerabilità specialmente nelle dimensioni ambientale e sociale. Tali lacune rendono l'azienda più esposta a rischi: in mancanza di una gestione proattiva, un incidente ambientale o una crisi reputazionale potrebbero coglierla impreparata. Le cause di questa situazione possono essere ricondotte sia a limitazioni di risorse, sia a una visione di breve

periodo, per cui gli investimenti in sostenibilità vengono percepiti come costi immediati più che come investimenti strategici. Una conferma indiretta di queste difficoltà viene dal fatto che la maggior parte delle PMI italiane non ha ancora adottato strumenti formali di gestione e rendicontazione della sostenibilità: ad esempio, meno di un terzo utilizza sistemi di rating ESG o redige volontariamente un bilancio di sostenibilità/DNF, segno di un approccio ancora poco strutturato. Inoltre, spesso la comunicazione dei risultati eventualmente raggiunti in ambito ESG è limitata, sia internamente (verso i dipendenti) sia esternamente (verso stakeholder, investitori e pubblico): ciò comporta non solo una minore trasparenza, ma anche una perdita di opportunità in termini di reputazione e fiducia. La classe BB, che nel nostro studio rappresenta il livello di performance ESG più basso osservato, include 33 imprese, pari a circa il 24,4% del campione. Si tratta di quasi un quarto delle PMI analizzate, caratterizzate da risultati poco soddisfacenti sui temi ESG e da una gestione della sostenibilità ancora embrionale o frammentaria. In queste aziende, le carenze nell'approccio ESG sono ampie e sistemiche: spesso mancano politiche strutturate, obiettivi chiari e responsabilità definite in materia di sostenibilità. Di conseguenza, esse risultano esposte a vulnerabilità significative su più fronti. In particolare, le debolezze emergono frequentemente nella governance e nella gestione dei principali rischi ambientali e sociali. Ad esempio, rispetto alla dimensione ambientale, molte imprese BB non hanno strategie di mitigazione del cambiamento climatico né misure efficaci di efficientamento energetico, limitandosi a rispettare gli obblighi normativi su emissioni e rifiuti. Questo è coerente con studi che segnalano come le PMI italiane incontrino notevoli difficoltà proprio sull'efficienza energetica e la riduzione dell'impatto climatico. Sul piano sociale, tali aziende potrebbero non aver sviluppato adeguatamente pratiche di tutela e valorizzazione del capitale umano o di responsabilità verso la comunità. Complessivamente, il rating BB indica imprese che non hanno ancora abbracciato la sostenibilità in modo convinto, mettendo in luce dunque le difficoltà specifiche delle PMI nel raggiungere alti livelli di sostenibilità senza un adeguato supporto, molte piccole e medie imprese tendono a rimanere in uno stadio iniziale di gestione ESG, facendo fatica a colmare il gap che le separa dalle realtà più virtuose.

Nel complesso, la distribuzione dei rating ESG ottenuti evidenzia uno scenario variegato ma con tendenze ben definite. Da un lato, solo una minima parte del campione può

vantare performance d'eccellenza, dall'altro lato un numero significativo di imprese si colloca nelle fasce medio-basse (BBB e BB rappresentano insieme oltre il 58% del totale). Questa asimmetria, con molte più aziende nelle categorie intermedie e basse rispetto a quelle di vertice, suggerisce che la maggioranza delle PMI quotate si trova ancora in una fase di sviluppo intermedio del proprio percorso di sostenibilità. In altre parole, sebbene diverse piccole e medie imprese abbiano avviato iniziative ESG e mostrino attenzione al tema, poche hanno finora maturato livelli di gestione tali da posizionarsi come leader. I motivi di tale distribuzione possono essere ricondotti a una combinazione di fattori interni ed esterni. Sul piano interno, come discusso, entrano in gioco elementi gestionali e culturali: la differenza tra un'azienda in fascia alta e una in fascia bassa spesso risiede nel grado di coinvolgimento del management e nella diffusione di una cultura aziendale orientata alla sostenibilità. Le imprese migliori tendono ad aver integrato gli obiettivi ESG nella missione aziendale e nei processi decisionali quotidiani, considerandoli parte integrante del successo aziendale di lungo periodo. Al contrario, molte PMI rimaste indietro faticano a istituzionalizzare la sostenibilità: l'assenza di strutture dedicate, la frammentazione delle responsabilità e una visione di breve periodo costituiscono ostacoli concreti all'avanzamento nelle fasce di rating. Sul piano esterno, vanno considerate le pressioni normative e di mercato. Finora le PMI (a differenza delle grandi imprese) hanno operato in un contesto regolamentare relativamente meno stringente sui temi ESG, con obblighi di rendicontazione non finanziaria limitati. Questo scenario sta però cambiando, in quanto le nuove direttive europee (come la Corporate Sustainability Reporting Directive) estenderanno gradualmente anche alle PMI quotate l'obbligo di pubblicare report di sostenibilità dettagliati, a partire dagli esercizi 2026-2027. Inoltre, investitori e finanziatori mostrano un interesse crescente per le performance non finanziarie delle imprese. Tali evoluzioni implicano che le PMI si troveranno di fronte a incentivi ma anche a pressioni sempre maggiori per migliorare le proprie pratiche di sostenibilità. Già oggi, il fatto che alcune PMI del campione abbiano ottenuto rating elevati dimostra che, con le giuste strategie, anche strutture aziendali più piccole possono eccellere.

4.2. Analisi Settoriale delle Performance ESG

Dall'analisi condotta emerge una marcata eterogeneità delle performance ESG delle PMI quotate, con differenze significative in base al settore di appartenenza. In questa sezione si esamina in dettaglio la distribuzione dei rating ESG nei sei comparti principali rappresentati nel campione: Bancario-Finanziario, Tecnologia, Immobiliare, Industriale, Energia e Agroalimentare. Verranno evidenziate per ciascuno le dinamiche interne, i fattori sottostanti e le implicazioni manageriali.

Il settore bancario-finanziario presenta una distribuzione dei rating ESG molto variegata e in parte polarizzata. Su 21 istituti finanziari analizzati, soltanto 1 impresa (circa il 5% del settore) consegue il rating massimo AAA, collocandosi all'apice dell'eccellenza sostenibile. Seguono 4 imprese (~19%) con rating AA e altre 1 (~19%) in fascia A, indicazione di una buona performance ESG. Tuttavia, una quota consistente di banche si posiziona su valutazioni medio-basse: 4 imprese (~19%) ottengono BBB e ben 8 (~38%) ricadono in BB, il livello più basso. In termini comparativi, questo comparto mostra i contrasti più accentuati tra tutti. Le cause di questa distribuzione disomogenea sono legate a diversi fattori strutturali del settore. In primo luogo, la natura dell'attività finanziaria implica che gli impatti ESG siano spesso indiretti: le banche incidono sulla sostenibilità principalmente tramite le politiche di credito e investimento (ad esempio finanziando settori più o meno inquinanti) e attraverso la governance interna e la condotta etica. Le realtà più virtuose del campione, come illimity Bank, unica in fascia AAA, sono spesso istituti di nuova generazione o fortemente innovativi, che hanno integrato sin dall'inizio pratiche avanzate di governance, trasparenza e inclusione. Ciò si riflette in punteggi elevati in particolare sulla dimensione *G* (Governance) e *S* (Sociale), grazie a organi amministrativi indipendenti, politiche etiche rigorose, rendicontazione trasparente e attenzione all'impatto sociale delle proprie attività. Di contro, molte banche PMI tradizionali appaiono ancora in fase di transizione verso modelli ESG maturi: spesso si tratta di istituti di piccole dimensioni e lunga storia, nei quali l'adesione ai principi di sostenibilità si limita al minimo normativo senza una strategia organica. Tali intermediari possono non aver ancora formalizzato politiche ESG strutturate, mostrando carenze soprattutto sul fronte dell'organizzazione interna e della rendicontazione di sostenibilità.

Dal punto di vista strategico e gestionale, le implicazioni sono rilevanti e delineano opportunità e rischi. Da un lato, la presenza anche in questo settore di imprese con ottimi punteggi ESG dimostra che l'integrazione profonda della sostenibilità è possibile e può diventare un elemento distintivo di vantaggio competitivo. Gli istituti finanziari con rating elevati godono tipicamente di maggiore fiducia da parte di investitori e clienti, nonché di un miglior accesso a capitali. Evidenze empiriche confermano che le imprese con profilo ESG robusto ottengono in media condizioni di credito migliori e tassi sul debito più favorevoli. Allo stesso modo, a livello europeo si moltiplicano le iniziative regolamentari (Linee guida EBA, obblighi di disclosure ESG, integrazione dei rischi climatici nei requisiti prudenziali) volte a premiare i soggetti virtuosi e penalizzare chi è in ritardo. Ne consegue che le PMI bancarie attardate sulla sostenibilità rischiano non solo sul piano reputazionale, ma anche su quello normativo e finanziario. Per colmare il divario, sarà necessaria una duplice azione: interna, con un forte commitment del top management nel rivedere modelli di business e processi di risk management, ed esterna, con interventi di sistema che orientino l'intero comparto verso standard più elevati.

Nel settore tecnologico (che comprende PMI operanti in ambito IT, servizi digitali, elettronica, telecomunicazioni, ecc.), le performance ESG risultano concentrate su livelli intermedi, senza casi estremi né in positivo né in negativo. Le 11 imprese tech analizzate mostrano infatti una distribuzione priva di punte di eccellenza assoluta ma anche con pochi casi di grave insufficienza. Nessuna azienda tecnologica ha ottenuto rating AAA e nemmeno AA di vertice; tuttavia, 2 imprese (circa il 18%) raggiungono un buon rating A, seguite da 3 imprese (~27%) in fascia BBB. La quota più ampia, 4 aziende (~36%), si colloca anch'essa su BBB, mentre si registrano 2 casi (~18%) di BB (il livello più basso). Rispetto agli altri settori, il tech evidenzia risultati mediamente migliori di quelli del comparto agroalimentare o energia, ma inferiori a quelli dell'industria manifatturiera. Diversi elementi possono spiegare questa configurazione intermedia. In primo luogo, il settore tecnologico include imprese spesso relativamente giovani e innovative, con modelli di business basati su servizi digitali o prodotti a elevato contenuto intangibile. Ciò comporta in genere un impatto ambientale diretto più contenuto rispetto a settori industriali tradizionali. Ad esempio, una software house o un'azienda di servizi online ha emissioni e consumi materiali molto inferiori a quelli di una manifattura pesante. Questa caratteristica "*light*" fa sì che le imprese tech evitino facilmente le prestazioni peggiori

sul fronte *E* (Environmental). Nel campione non vi sono infatti casi di gravissima insufficienza ambientale. Tuttavia, la minore pressione normativa ambientale a cui sono soggette potrebbe aver comportato una minore formalizzazione delle strategie ESG. Molte PMI digitali, concentrate sul rapido sviluppo del core business, non avvertono un'urgenza regolatoria immediata di dotarsi di policy di sostenibilità strutturate, a differenza di settori più regolamentati. Spesso l'allocazione delle risorse privilegia l'innovazione di prodotto rispetto a iniziative ESG non ritenute cruciali nel breve termine. In secondo luogo, va considerata la struttura di governance e la fase di sviluppo organizzativa. Trattandosi spesso di ex start-up ancora controllate dai fondatori o da famiglie, con organici ridotti e strutture dirigenziali snelle, tali aziende possono difettare di alcuni elementi formali.

Il settore immobiliare (PMI attive nello sviluppo, gestione e servizi immobiliari) evidenzia performance ESG tendenzialmente concentrate su livelli medi, con qualche esempio di buone pratiche ma anche con spazi di miglioramento. Nel campione di 9 imprese immobiliari analizzate, nessuna raggiunge il rating massimo AAA; tuttavia 2 aziende (~22%) ottengono un rating AA e altre 2 (~22%) rientrano in fascia A. Complessivamente, quindi, circa il 44% delle PMI immobiliari mostra performance ESG positive (da buone a molto buone). La quota più consistente di imprese si colloca però sul rating BBB 4 aziende, (~44%), indice di una sostenibilità appena sufficiente o in equilibrio precario per quasi metà del comparto. Infine, si registra 1 solo caso (~11%) di rating BB, rappresentando l'unica impresa immobiliare con performance ESG significativamente insoddisfacente. Le cause di questa situazione risiedono nelle peculiarità strutturali del comparto immobiliare. L'impatto ESG dell'industria edilizia si manifesta soprattutto sul fronte ambientale, elevati consumi energetici e idrici degli edifici, emissioni climalteranti legate al riscaldamento/raffrescamento, utilizzo intensivo di suolo e materiali da costruzione e su quello sociale, ad esempio la qualità abitativa, la sicurezza nei cantieri e il rapporto con le comunità locali in caso di nuovi sviluppi urbanistici. Negli ultimi anni sia la spinta normativa sia la domanda di mercato hanno iniziato a indirizzare il *real estate* verso standard più sostenibili. In ambito normativo, l'Unione Europea ha varato direttive ambiziose sull'efficienza energetica degli edifici, con obiettivi stringenti al 2030-2033: ad esempio, la recente direttiva "Case Green" prevede che entro il 2030 gli immobili nuovi siano a emissioni zero e che una

quota significativa di quelli esistenti con prestazioni scadenti venga riqualificata entro il 2033. Parallelamente, gli investitori istituzionali nel *real estate* richiedono sempre più spesso certificazioni di sostenibilità agli asset in portafoglio, privilegiando edifici efficienti e a basso impatto. Le PMI immobiliari che hanno saputo anticipare queste tendenze sono proprio quelle che vediamo nelle fasce alte di rating, che hanno saputo integrare i criteri ESG nei propri progetti. Viceversa, la prevalenza di imprese in BBB indica che molte PMI del settore si trovano ancora in una fase di adeguamento minimo: adempiono alle normative di base (es. certificazioni energetiche obbligatorie, misure minime di sicurezza sul lavoro) senza però spingersi oltre in termini di innovazione sostenibile. Queste aziende possono essere frenate da vari fattori: i costi elevati delle soluzioni green, la mancanza di competenze specifiche in sostenibilità edilizia, e un orizzonte di ritorno degli investimenti lungo (le spese per efficientamento ripagano in molti anni, mentre le PMI spesso guardano a risultati di breve periodo). Anche la struttura proprietaria incide: molte PMI immobiliari sono imprese familiari o di piccola dimensione, che potrebbero non aver ancora implementato pratiche di governance evolute o politiche ESG formalizzate, elementi che penalizzano il punteggio complessivo. Questi fattori spiegano perché il settore presenti un nucleo significativo di aziende ferme a un livello “sufficiente” di sostenibilità ma non eccellente.

Nonostante le sfide, dal nostro campione emergono anche segnali positivi che indicano la fattibilità della trasformazione sostenibile nel *real estate*. La presenza di quasi metà delle imprese in classe A/AA mostra che anche realtà immobiliari di piccole dimensioni possono innovare con successo. Ciò comporta importanti implicazioni strategiche: investire in ESG nel settore immobiliare può generare benefici tangibili. In primo luogo, imprese immobiliari più sostenibili possono accedere più facilmente a capitali e finanziamenti agevolati. Il mondo bancario sta iniziando a offrire prodotti dedicati (ad es. *green loans* o mutui verdi) con tassi e condizioni migliorative per progetti edilizi ad alta efficienza energetica, mentre policy pubbliche recenti in Italia (come il Superbonus 110% e incentivi analoghi) hanno fornito sostegno economico alla riqualificazione green. Il settore industriale manifatturiero rappresenta il caso più virtuoso nel nostro campione, distinguendosi nettamente per le migliori performance ESG complessive. Le 11 PMI industriali analizzate mostrano una distribuzione dei rating spostata verso l'alto: 1 azienda (~9%) ottiene AAA, 4 aziende (~36%) raggiungono AA e altre 4 (~36%) sono

valutate A. In totale, circa l'82% delle imprese manifatturiere in esame presenta un rating ESG almeno pari ad A (buono o eccellente), percentuale significativamente superiore a qualsiasi altro settore considerato. Solo 2 imprese (~18%) ricadono in BBB e nessuna risulta in BB. Ci troviamo dunque di fronte a un comparto dove non si rilevano casi di grave insufficienza ESG, mentre la stragrande maggioranza delle aziende mostra livelli di sostenibilità medio-alti. Questo risultato è particolarmente notevole se si considera che l'industria è spesso associata a impatti ambientali rilevanti: evidentemente, molte PMI manifatturiere quotate hanno intrapreso con successo azioni di mitigazione di tali impatti e di miglioramento delle proprie pratiche sociali e di governance. Le ragioni di questa brillante performance settoriale possono essere ricondotte a vari fattori. In primo luogo, molte PMI industriali operano in filiere produttive globali altamente competitive, dove l'attenzione alla sostenibilità è stata anticipata dalle richieste dei partner commerciali. Numerose grandi imprese multinazionali da tempo vincolano i fornitori al rispetto di standard ambientali e sociali stringenti. Di conseguenza, le PMI manifatturiere che fanno parte di queste *supply chain* hanno dovuto adeguarsi per non perdere commesse, implementando certificazioni ambientali, codici etici sui diritti dei lavoratori, programmi di audit su sicurezza e ambiente imposti dai clienti. Questo meccanismo di pressione di filiera ha innalzato il livello medio ESG del settore: chi non si allineava rischiava di essere escluso dal mercato, mentre chi investiva in sostenibilità veniva preferito come fornitore. Secondo, l'industria manifatturiera italiana annovera molte realtà con una forte cultura gestionale e innovativa, spesso frutto di decenni di attività e crescita dimensionale. Molte PMI industriali quotate sono ex aziende familiari che, nel percorso di sviluppo e quotazione, hanno dovuto adottare modelli manageriali più evoluti e strutturati. Ad esempio, Elica S.p.A., unica PMI industriale del campione a conseguire AAA, si distingue per l'impegno pionieristico in soluzioni di efficienza energetica e sostenibilità ambientale nei suoi prodotti e processi, frutto di investimenti continui nell'innovazione "green". In ottica settoriale, il profilo anomalo dell'industria rispetto agli altri comparti è la mancanza di casi negativi. Se altrove ci si preoccupa dell'assenza di leader ESG, qui colpisce l'assenza di *laggard*: nessuna impresa industriale del campione cade sotto BBB. Ciò suggerisce una sorta di "effetto soglia" competitivo: nel manifatturiero quotato, se un'azienda non investe affatto in sostenibilità e rimane su livelli molto bassi, probabilmente non riesce nemmeno a mantenersi nel mercato

borsistico o viene estromessa dalle catene di fornitura qualificate. In altri termini, il processo di selezione economica ha già eliminato molte realtà arretrate, lasciando in lista principalmente imprese con un minimo di qualità ESG. Questo non diminuisce il valore del risultato, anzi, indica che l'ecosistema industriale delle PMI quotate in Italia è in media avanzato sul fronte ESG. A conferma di ciò, indagini settoriali evidenziano come l'industria (insieme all'edilizia) sia tra i comparti più attivi nelle iniziative di sostenibilità ambientale: ad esempio, quasi il 44% delle imprese industriali italiane ha già adottato misure per ridurre le emissioni di gas serra (quota superiore a quella di qualsiasi altro settore), e lo smaltimento corretto dei rifiuti è una priorità diffusa sia nell'industria sia nell'edilizia. Tali dati confermano il primato manifatturiero nelle pratiche ESG e spiegano l'assenza di valutazioni basse.

Il settore energia del campione è composto da 9 PMI operanti in vari ambiti energetici (produzione da fonti tradizionali o rinnovabili, distribuzione locale, servizi energetici). Esso presenta una situazione peculiare, caratterizzata da una relativa omogeneità nella fascia media e dall'assenza sia di leader che di ritardatari estremi. Nessuna impresa energetica esaminata raggiunge rating AAA o AA, risultando questo uno dei due settori (insieme all'agroalimentare) completamente privo di top performer. Al contempo, circa metà delle aziende energia ottiene un rating A 4 imprese (~44%), mentre le restanti 5 (~56%) si attestano su BBB. Non si registrano casi di BB nel settore. Per comprendere le dinamiche del settore, occorre considerarne le specificità del settore e il contesto in cui operano le PMI che ne fanno parte. L'energia è un ambito fortemente regolamentato per cui molte attività richiedono autorizzazioni ambientali, concessioni e conformità a standard di sicurezza molto rigorosi. Questo alto livello di regolazione fa sì che tutte le imprese debbano soddisfare requisiti minimi elevati, determinando una sorta di "pavimento" di sostenibilità sotto cui non si scende. È improbabile, ad esempio, che una utility energetica quotata possa ignorare del tutto gli aspetti ESG senza incorrere in violazioni di legge che ne comprometterebbero l'operatività. Ciò spiega l'assenza di rating BB. D'altro canto, la mancanza di aziende in fascia AA/AAA indica che poche PMI energia riescono a spingersi oltre la semplice conformità, adottando pratiche davvero pionieristiche. Le cause possibili sono diverse. Anzitutto, l'energia è un settore ad alta intensità di capitali e tecnologia in cui per eccellere in sostenibilità spesso servono investimenti ingenti e competenze specialistiche. Ad esempio, realizzare progetti

d'avanguardia come sistemi di *carbon capture*, reti intelligenti di distribuzione, o iniziative avanzate di economia circolare energetica, richiede risorse finanziarie notevoli e know-how che non tutte le PMI possiedono. In secondo luogo, la natura delle attività delle PMI energetiche può influire molto: alcune potrebbero essere società focalizzate su singoli impianti rinnovabili (parchi solari o eolici di piccola taglia), realtà che per mission hanno un ottimo impatto ambientale (energia pulita), ma che possono trascurare altri aspetti ESG come la governance o la dimensione sociale. In tali casi, la metodologia ESG applicata potrebbe aver dato punteggi medi: forti sul fattore E, ma deboli su S e G, con risultato finale in area A/BBB. Viceversa, nel campione potrebbero esserci piccole utility tradizionali (es. fornitori locali di gas o elettricità, o società attive in nicchie oil&gas): queste, pur spinte ad aderire agli standard minimi dalla normativa, hanno intrinsecamente maggiori difficoltà a ottenere rating alti, essendo penalizzate dall'impatto ambientale del loro core business (fossili, reti inefficienti) e magari da strutture organizzative meno dinamiche.

Il settore agroalimentare (PMI dell'industria alimentare e agricola) risulta, tra quelli analizzati, quello con le performance ESG complessivamente più deboli. Su 9 imprese agroalimentari considerate, nessuna raggiunge rating AAA o AA (in ciò simile al settore energia quanto a mancanza di top performer). Solo 3 aziende (~33%) ottengono un rating A, mentre la maggioranza, 5 imprese (~56%) rientra in BBB. Si registra inoltre 1 caso (~11%) di BB, evidenziando almeno un'impresa con gravi carenze ESG. In comparazione, l'agroalimentare figura ultimo in classifica per sostenibilità: a differenza dell'energia, dove pur mancando eccellenze tutti raggiungevano almeno la sufficienza piena, qui troviamo anche un caso di grave ritardo e a differenza di settori come tecnologico o immobiliare, manca totalmente una componente di imprese con performance ESG molto buona (AA). Le ragioni di questo divario possono essere legate sia a fattori intrinseci del settore sia a elementi di contesto storico-culturale. L'agroalimentare italiano è caratterizzato da una miriade di imprese di tradizione familiare, spesso fortemente radicate sul territorio, con modelli di business focalizzati sul prodotto, la qualità organolettica e l'efficienza di produzione, ma tipicamente di piccole dimensioni e con risorse finanziarie limitate rispetto ad altri settori manifatturieri. Storicamente, l'attenzione di queste imprese si è concentrata su aspetti quali la sicurezza alimentare e la qualità del prodotto, spinta anche da normative stringenti (HACCP,

tracciabilità di filiera, standard igienico-sanitari) che però coprono solo una parte dell'ambito ESG, principalmente la dimensione sociale relativa alla salute del consumatore. Altri aspetti, come la sostenibilità ambientale della filiera (pratiche agricole a basso impatto, packaging riciclabile, riduzione emissioni) o le politiche di governance e trasparenza aziendale, sono entrati nell'agenda settoriale solo più di recente. Di conseguenza, molte PMI agroalimentari potrebbero trovarsi ancora in una fase iniziale di adozione di pratiche ESG, riflettendo i punteggi mediocri osservati. Un'altra causa potenziale è la filiera agricola lunga e frammentata su cui poggia l'industria alimentare. Molte imprese si approvvigionano da agricoltori e fornitori sparsi sul territorio nazionale e spesso internazionali per alcune materie prime. Monitorare e garantire la sostenibilità dell'intera supply chain è impegnativo per una PMI: manca spesso la tracciabilità ESG a monte. Questa opacità di filiera si traduce in punteggi più bassi, specie sul fronte sociale (rischio di lavoro irregolare o sfruttamento in agricoltura) e ambientale (deforestazione o elevata impronta idrica ed emissiva incorporata nei prodotti). Le grandi multinazionali del food hanno avviato da anni programmi di sostenibilità di filiera, ma le PMI spesso non hanno il potere contrattuale né le risorse per fare altrettanto, risultando così penalizzate nelle valutazioni ESG complessive. Anche sul piano ambientale interno, l'industria alimentare presenta sfide significative: alti consumi energetici (cottura, refrigerazione, logistica a temperatura controllata), ingente uso di acqua, produzione di rifiuti organici, packaging prevalentemente in plastica, ecc. L'adeguamento a processi più "green" (energie rinnovabili, riduzione sprechi alimentari, packaging sostenibile) richiede investimenti e know-how che non tutte le PMI si sono potute permettere, soprattutto in mancanza di pressioni immediate dal mercato. Fino a tempi recenti, infatti, il consumatore medio non richiedeva con forza prodotti sostenibili, privilegiando magari il prezzo o la tradizione del marchio; ciò ha attenuato l'urgenza percepita dalle imprese di innovare in chiave ESG, inducendole a rimandare tali investimenti e a concentrarsi sui margini operativi.

Per concludere l'overview sui settori appena descritti, viene evidenziata una forte variabilità: si va dall'industria manifatturiera, che ha già incorporato ampiamente la sostenibilità nelle proprie strategie, all'agroalimentare, che appare ancora in ritardo, passando per casi intermedi come il tecnologico (moderatamente positivo ma senza eccellenze) e l'energia (livello medio diffuso, pochi picchi). Il settore finanziario mostra

contrasti interni marcati, mentre l'immobiliare sta facendo progressi ma in modo graduale. Questa diversità di situazioni suggerisce che le dinamiche ESG sono fortemente influenzate dal contesto settoriale: filiere, normative, pressione competitiva, disponibilità di risorse e cultura organizzativa plasmano in modo significativo l'impegno e i risultati di sostenibilità delle PMI. Ciononostante, alcuni temi trasversali emergono chiaramente. In tutti i settori, le imprese leader in ESG stanno beneficiando di vantaggi concreti (accesso al capitale, reputazione, efficienza interna), confermando le teorie sulla correlazione positiva tra sostenibilità e performance aziendale.

4.3. Performance economico-finanziarie e rating ESG: un'analisi comparativa

Dopo aver classificato le aziende del campione per rating ESG, è possibile esaminare in che modo le loro performance economico-finanziarie (periodo di riferimento: 31/12/2023) si rapportano ai punteggi di sostenibilità ottenuti. In questa sezione si confrontano i principali indicatori finanziari: redditività (EBIT, EBITDA, margini), crescita dei ricavi e rischiosità di mercato (Beta) delle imprese con rating ESG elevato (AAA, AA) rispetto a quelle con rating medio (A, BBB) o basso (BB). L'obiettivo è determinare se esiste una correlazione positiva (o negativa) tra la solidità finanziaria e il posizionamento ESG, evidenziando eventuali tendenze, eccezioni e fattori esplicativi. Per questa analisi specifica, non sono state considerate tutte le aziende del campione, bensì sono state estratte casualmente 5 (cinque) imprese a campione, per ognuno dei punteggi ESG ottenuti durante l'analisi (AAA, AA, A, BBB e BB).

Di seguito, viene riportata una tabella con l'analisi effettuata:

Società	Rating ESG	Ricavi (mln €)	Utile Netto (mln €)	Margine Netto (%)	EBITDA (mln €)	EBITDA Margin	EBIT (mln €)	EBIT Margin	ROE	Crescita Ricavi (%)
Ilimity Bank	AAA	358,9	104,4	29,1	154,5	43.1%	131,9	36.8%	>10%	+11.0%
Elica S.p.A.	AAA	473,2	13,4	2,8	45,4	9.6%	21,5	4.6%	8.1%	-13.7%
Equita Group	AA	87,5	14	16	18	20%	16,6	19%	13.2%	-16.0%
Garofalo HC	AA	356	16,4	4,6	64,9	17.6%	39,2	10.6%	7.5%	+17.0%
Gefran	AA	132,8	11,7	8,8	24,1	18.2%	16,6	12.5%	11.5%	-1.2%
Esprinet	AA	4000	20	0,5	62	1.5%	20	0.5%	5.0%	+9.6%
Fincantieri	AA	7651	30	0,4	397	5.2%	162	2.1%	2.0%	+15.0%
Alerion Clean Power	A	201,7	66,8	33,1	155	77%	110	62%	27.5%	-26.0%
Fidia S.p.A.	A	28,6	-1,5	-5,2	-0,2	-0.7%	-1,3	-4.5%	-10%	+17.0%
Brioschi S.I.	A	25	-6,6	-26	1,7	10.5%	0,5	3%	-1.5%	-89.8%
Blesse S.p.A.	A	785	3,9	0,5	77	9.8%	17	2.2%	5.0%	-4.6%
doValue S.p.A.	A	443,2	-19	-4,3	175,1	41.7%	63,4	15.1%	-9%	-17.7%
Landi Renzo	BBB	303,3	-35,2	-12	6,7	2%	-16,6	-5.7%	n.m.	=0%
Netweek	BBB	24,5	-13,4	-54,7	-0,3	-1.0%	n.m.	n.m.	n.m.	+19.0%
Juventus F.C.	BBB	395	-123,7	-31,3	20	4%	-197	n.m.	n.m.	-15.0%
Eurotech	BBB	93,8	-9	-9,6	7	7%	2,45	2.6%	-3%	-0.5%
Digital Value	BBB	847,4	38,6	4,6	42	12.8%	50	7.5%	15%	+8.4%
Gas Plus	BB	135	12,5	9,3	70,5	43.8%	44,5	27.7%	30%	-31.7%
Dexelance	BB	326,8	17,9	5,5	41,8	12.8%	26	8.0%	10%	+12.8%
Itway	BB	51	-0,33	-0,6	1,69	3.4%	1,29	2.6%	-1%	+5.0%
Conafi	BB	2,6	-1,9	-73	-6	n.m.	-1,9	n.m.	n.m.	n.d.
Centrale del Latte	BB	333,9	2,96	0,9	25,2	7.5%	n.m.	-2%	3%	+8.1%

Le imprese con rating AAA nel campione hanno entrambe chiuso il 2023 in utile, segnalando una buona solidità di fondo. In particolare, illimity Bank ha registrato un utile netto record di €104,4 milioni (+39% sull'anno precedente) su ricavi per €358,9 milioni, corrispondente a un margine di profitto vicino al 30. Elica S.p.A., pur operando in un settore manifatturiero in contrazione, ha mantenuto un risultato positivo con utile normalizzato di €13,4 milioni (vs €22,5 mln nel 2022) su ricavi di €473,2 milioni, pari a un margine netto di circa 2,8%. Queste evidenze indicano che le aziende AAA riescono quanto meno a evitare gravi difficoltà economiche, mantenendo margini seppur modesti (Elica) o addirittura molto elevati (illimity), a conferma di una certa solidità finanziaria sottostante.

La fascia AA presenta anch'essa performance economiche generalmente positive, sebbene meno brillanti rispetto alle AAA. Tutte le società AA analizzate hanno registrato utili netti positivi nel 2023, ma con entità e margini variabili. Ad esempio, Equita Group ha conseguito un margine netto intorno al 16% (EBIT margin ~19%) nonostante un lieve calo dei ricavi; Garofalo Health Care ha mostrato un margine operativo del 7,3% e un margine netto del 4,6%, con una marcata crescita dei ricavi (+17% nel 2023); Gefran S.p.A. (automazione industriale) ha ottenuto un margine netto di circa l'8%, accompagnato da un ROE elevato, indice di bilancio solido. Vi sono anche casi in cui la redditività è positiva ma molto contenuta: Esprinet S.p.A. ha chiuso con un utile netto minimo (margine 0,5%) a fronte però di un EBITDA ancora consistente (€62 milioni) e vendite in ripresa del +9,6%; Fincantieri S.p.A., pur aumentando i ricavi del +15% grazie alla ripresa post-pandemia, mostra margini risicati (utile netto pari allo 0,4% dei ricavi, EBIT margin ~8%), segno che i benefici della sostenibilità possono essere attenuati da fattori industriali avversi (alti costi fissi, ciclicità del settore). In sintesi, il gruppo AA evidenzia risultati complessivamente sopra la soglia di galleggiamento: queste imprese, pur non eccellendo tutte in redditività, dimostrano una capacità di generare profitto almeno sufficiente, coerente con pratiche ESG solide ma con margini di miglioramento ancora presenti.

La classe A evidenzia risultati finanziari molto eterogenei: alcune aziende mostrano utili modesti o lievi perdite, mentre altre registrano performance decisamente positive. Un caso notevole è Alerion Clean Power, produttore di energie rinnovabili, che nel 2023 ha

realizzato un EBIT di €110 milioni (margine EBIT ~62%) e un utile netto di €66,8 milioni, pari a un margine di profitto vicino al 40%. Si tratta di una redditività straordinariamente elevata, superiore a quella di molte imprese con rating ESG più alto, dovuta al modello di business capital-intensive ma altamente profittevole grazie ad incentivi pubblici e prezzi energetici favorevoli. Alerion rappresenta dunque un'eccezione in cui una società non al top per sostenibilità esibisce risultati economici eccellenti, evidenziando come talora fattori esterni (es. trend del mercato energetico) possano prevalere sul profilo ESG nel determinare la performance finanziaria.

Di contro, altre imprese in questa fascia mostrano segnali di difficoltà. Fidia S.p.A. e Brioschi Sviluppo Immobiliare hanno chiuso il 2023 in perdita, con margini netti rispettivamente di circa -22% e -29% e risultati operativi (EBIT) negativi. Biesse S.p.A. (macchinari) ha ottenuto un utile pressoché nullo (margine netto ~0,5%, EBIT margin prossimo allo zero). doValue S.p.A. (servizi finanziari) ha riportato un lieve utile netto (margine ~0,4%) secondo alcuni dati, sebbene altre fonti indichino un piccolo deficit netto dovuto a svalutazioni, segno di una situazione quasi in pareggio.

Nel complesso, il gruppo A non offre un'indicazione univoca: accanto a un caso di redditività eccezionale (Alerion) si rilevano varie PMI con utili esigui o in perdita. Ciò suggerisce che un rating ESG “buono ma non ottimo” di per sé non garantisce elevate performance economiche. Va tuttavia notato che anche le aziende A in difficoltà continuano a investire nella sostenibilità; la sfida principale per esse sembra essere integrare pienamente i criteri ESG nella strategia aziendale, affinché tali iniziative non restino sforzi isolati privi di impatto significativo sui profitti.

La situazione più critica si riscontra tra le imprese con rating BBB. Molte di esse presentano indicatori di redditività negativi nel 2023. In particolare, spiccano i casi di Landi Renzo S.p.A. (impianti a gas per autotrazione), che nel 2023 ha riportato una perdita netta di €35,2 milioni – in peggioramento rispetto al 2022 nonostante ricavi stabili, con un margine netto di circa -12% ed EBIT negativo per €16,6 milioni; e di Netweek S.p.A., anch'essa in forte squilibrio con perdite significative (margine netto ~ -27%) e un calo di ~30% nel fatturato, a riflesso della crisi del settore editoriale. Anche Juventus F.C., inclusa a fini esplorativi nel campione BBB, ha registrato un risultato netto negativo (perdita di €123,7 milioni al 30/6/2023) a causa di ricavi sportivi in calo e costi elevati. Eurotech S.p.A. (tecnologia) ha riportato un EBIT margin di circa -7,7% e una

perdita netta di ~€9 milioni (oltre -60% di margine), segnale di gravi difficoltà nel tradurre il volume d'affari in profitto. All'estremo opposto, Digital Value S.p.A. rappresenta un'eccezione in questo gruppo: pur avendo rating BBB, nel 2023 ha conseguito un utile netto pari a circa il 5% dei ricavi, con un solido margine operativo del 7,5%. Digital Value, operante nell'ICT, sembra dunque coniugare una sostenibilità ancora migliorabile con una gestione economica efficace, probabilmente favorita dalla forte domanda digitale; la sua presenza conferma che non tutte le aziende a rating ESG medio-basso registrano performance finanziarie scadenti, anche se la maggioranza tende ad avere problemi di margini o efficienza. In sintesi, il gruppo BBB conta la concentrazione più elevata di imprese in perdita o con redditività insufficiente, suggerendo una correlazione tendenzialmente negativa tra punteggi ESG bassi e performance economica. Le carenze gestionali sul fronte ESG potrebbero infatti riflettersi (o avere causa comune) in carenze nella gestione operativa e finanziaria, contribuendo a risultati deludenti.

Infine, le imprese con rating BB mostrano performance finanziarie 2023 generalmente inferiori alla media, ma con qualche segnale incoraggiante. Gas Plus S.p.A. (utility gas) è un caso di azienda BB che ha mantenuto una buona redditività: margine netto ~9%, con utile di €12,5 milioni su ricavi di €135 milioni. Questa società, pur avendo politiche ESG carenti, beneficia di un business tradizionale ancora profittevole (benché poco diversificato e caratterizzato da un Beta di mercato molto basso). Anche Dexelance S.p.A. (design di alta gamma, già Italian Design Brands) ha registrato risultati solidi: ricavi per €326,8 milioni (+12,8% sul 2022) e utile netto di €17,9 milioni, con margine ~5,5%, superiore a molte aziende con rating ESG più elevato. Ciò indica che alcune di queste PMI, pur partendo da una gestione della sostenibilità insufficiente, possiedono modelli di business redditizi o nicchie di mercato profittevoli capaci di generare utili.

D'altra parte, diverse imprese BB evidenziano fragilità. Itway S.p.A. (servizi IT) presenta un lieve risultato negativo (EPS -€0,13), segno di utili praticamente nulli; Conafi S.p.A. (finanziario) ha anch'essa utili molto bassi o pari a zero; Centrale del Latte d'Italia S.p.A., pur in miglioramento, ha chiuso il 2023 con soli €2,96 milioni di utile (circa l'1% di margine) dopo un 2022 quasi in pareggio. In generale, dunque, la classe BB mostra performance finanziarie deboli ma non disastrose: alcuni membri conseguono ancora utili discreti (5-9% di margine netto), mentre altri oscillano attorno al break-even. Ciò suggerisce che un basso rating ESG spesso coincide con una gestione aziendale di tipo

tradizionale, che non trae vantaggi competitivi dalla sostenibilità; tuttavia, se il modello di business è maturo e il mercato favorevole, l'azienda può comunque conseguire profitti accettabili.

In conclusione, dall'analisi comparativa emerge una correlazione tendenzialmente positiva tra un alto rating ESG e la solidità economico-finanziaria: le imprese con rating ESG elevato tendono ad evitare gravi perdite e a mantenere margini almeno positivi, mentre scendendo verso rating più bassi aumenta la frequenza di utili nulli o negativi. Questa tendenza è coerente con l'idea che una forte attenzione ai fattori ambientali, sociali e di governance si accompagni a una migliore gestione complessiva, capace di tradursi in risultati economici più stabili. Tra le metriche esaminate, quelle di redditività (margini di profitto netti e operativi, ROE) si sono rivelate le più indicative nel collegare sostenibilità e performance finanziaria, mentre la crescita dei ricavi non presenta un andamento coerente con i rating ESG, essendo influenzata soprattutto dalle condizioni settoriali e congiunturali. Al tempo stesso, si registrano importanti eccezioni, a testimonianza che la relazione non è deterministica: da un lato alcune aziende con rating ESG modesto riescono comunque a conseguire utili elevati grazie a condizioni di mercato favorevoli o a modelli di business efficaci; dall'altro, un rating ESG alto non garantisce automaticamente performance superiori in assenza di un contesto strategico e competitivo adeguato. In definitiva, possiamo affermare che un elevato rating ESG tende a favorire una gestione economico-finanziaria più solida, ma ciò non la assicura in modo assoluto, dovendo i risultati d'impresa dipendere anche da fattori esterni e da scelte manageriali appropriate. Dunque, sì, un elevato rating in linea generale mostra dei risultati finanziari positivi, ma la correlazione non è fortissima, essendoci casi dove questa correlazione fra rating e performance sembra essere più debole. La spiegazione potrebbe stare nel fatto che, avendo analizzato delle PMI quotate, che solo da pochi anni stanno iniziando ad abbracciare i temi della sostenibilità, la correlazione tra performance e rating sia meno forte rispetto ad aziende di più grandi dimensioni che hanno avuto più tempo e risorse per integrare la sostenibilità nell'organismo aziendale. Ma, il fatto che comunque vi sia, seppur non forte, un tipo di correlazione, mostra che anche le PMI stanno abbracciando in modo positivo i temi legati alla sostenibilità ed in alcuni casi questo sta portando a grandi benefici per queste imprese

4.4. Relazione tra ESG e performance: evidenze empiriche e spiegazioni teoriche

Nel complesso, l'analisi del campione suggerisce una tendenza positiva tra punteggio ESG e performance economico-finanziaria: rating ESG più elevati spesso coincidono con utili più stabili, rischio finanziario minore e, in prospettiva, condizioni di finanziamento più favorevoli. Questa evidenza empirica, benché basata su un campione limitato di PMI italiane, trova riscontro in numerosi studi internazionali. Una vasta analisi condotta dalla NYU Stern su oltre 1000 ricerche (2015-2020) ha rilevato che nel 58% dei casi esaminati esiste una relazione positiva tra performance ESG e risultati finanziari aziendali (misurati in termini di ROE, ROA, performance azionaria, ecc.), e solo in circa l'8% dei casi emergeva una relazione negativa. Questo significa che, nella maggioranza delle analisi, le aziende con migliori pratiche di sostenibilità tendono anche a conseguire migliori indicatori economici, mentre è raro che l'eccellenza ESG "pesi" sui risultati in modo significativamente negativo. Inoltre, oltre metà degli studi sugli investimenti evidenziano che integrare criteri ESG non penalizza i rendimenti di portafoglio e può ridurre il rischio, risultando in performance aggiustate per il rischio simili o superiori agli approcci tradizionali. Tali risultati confermano quantitativamente quella che la nostra indagine qualitativa sul campione ha mostrato: fare bene sul piano ESG e fare bene sul piano finanziario sono obiettivi compatibili e spesso complementari. In letteratura vengono citati diversi meccanismi causali per spiegare questa correlazione positiva. In primo luogo, una Migliore gestione dei rischi e delle efficienze tende a identificare e gestire proattivamente i rischi ambientali, sociali e di governance. Ciò le rende più resilienti agli shock esterni e riduce la probabilità di incorrere in costi imprevisti. Ad esempio, un'azienda con solida avrà controlli interni più efficaci, minori casi di frode o di cattiva allocazione di capitale, con effetti positivi sui conti economici. La ricerca ha evidenziato che l'adozione di strategie di sostenibilità funge da fattore di miglioramento continuo: porta a innovare di più, a sprecare meno risorse e ad ottimizzare i processi. Tutto ciò si traduce in costi operativi inferiori e margini più alti nel medio termine. Il nostro campione fornisce alcuni esempi in tal senso: le aziende AA/AAA spesso presentano margini operativi soddisfacenti anche in anni difficili, segno di una struttura dei costi sotto controllo e di una capacità di reazione strategica. Viceversa, alcune imprese BB/BBB hanno mostrato vulnerabilità accentuate, plausibilmente perché non avevano messo in

atto quei presidi gestionali tipici di un approccio ESG maturo, risultando così più esposte a crisi di settore.

Secondo, Capacità di attrarre investimenti a costi minori: Un altro beneficio per le aziende con alti rating ESG è il migliore accesso ai capitali. Investitori istituzionali e banche sono sempre più attenti al profilo ESG dei prenditori, sia per motivi etici sia perché riconoscono ad esso un valore predittivo in termini di solidità. Studi empirici condotti da agenzie di rating hanno mostrato che, a parità di condizioni, le società con punteggi ESG elevati godono di un costo medio del capitale (somma di costo dell'equity e del debito) inferiore rispetto a quelle con punteggi bassi. In particolare, un'analisi MSCI su centinaia di imprese globali ha quantificato uno spread di circa 40 punti base nel costo medio del capitale tra il quintile migliore in ESG e il quintile peggiore, a vantaggio dei primi. In prospettiva, ciò crea un circolo virtuoso: capitali meno onerosi consentono di investire maggiormente in progetti di crescita e innovazione, rafforzando la competitività e la redditività aziendale. Le PMI con rating basso, al contrario, possono trovarsi penalizzate nell'ottenere credito o capitali freschi se non dimostrano impegni credibili in ambito ESG, soprattutto in un contesto normativo dove banche e fondi devono rendicontare l'impatto di sostenibilità dei propri portafogli. Dunque l'ESG diviene in parte un segnale di qualità gestionale che il mercato finanziario premia, come sottolinea anche il concetto di "material ESG issues": gestire bene i fattori ESG rilevanti per il proprio settore è percepito dagli investitori come indice di un management lungimirante e competente, quindi degno di fiducia.

Anche una migliore reputazione e vantaggi competitivi può tradursi in maggiori ricavi e in minori costi di agenzia (relazioni più fluide con regolatori, minor conflittualità con il pubblico e i dipendenti). Ad esempio, aziende sostenibili possono attrarre più facilmente talenti qualificati e motivati, con benefici sulla produttività. Oppure possono ottenere preferenze nelle gare pubbliche o nelle forniture a grandi clienti sensibili ai criteri ESG. Nel nostro campione, casi come Garofalo HC o Digital Value mostrano come l'attenzione ad aspetti sociali e di governance accompagni la crescita aziendale. Questi fattori intangibili, difficili da misurare nel breve termine, costruiscono però valore nel lungo periodo. Una ricerca del 2020 ha evidenziato, ad esempio, che durante la crisi pandemica iniziale le aziende con buone pratiche verso i lavoratori e la supply chain hanno avuto cali di Borsa minori rispetto alle altre, segno che la fiducia nella loro resilienza ha sostenuto

la valutazione. Tali benefici reputazionali confermano l'idea che "fare del bene" può aiutare l'impresa a "fare bene": "*doing well by doing good*" non è solo uno slogan, ma trova sempre più conferme empiriche. Va tuttavia riconosciuto che correlazione non implica necessariamente causalità. Diversi studiosi evidenziano come il legame tra ESG e performance possa anche risentire di selezione e *reverse causation*: è possibile che siano le imprese già eccellenti e profittevoli ad avere più risorse da dedicare alle iniziative ESG, e non solo le pratiche ESG a generare profitto. In effetti, un'azienda in forte crescita e con alti utili potrebbe investire di più in sostenibilità (ottenendo rating migliori), mentre un'azienda in crisi potrebbe non permettersi tali investimenti, aggravando il divario di rating. Questo fenomeno può creare un'apparente correlazione positiva senza un nesso diretto di causa-effetto. Inoltre, esistono eccezioni e anomalie dove un alto rating ESG non impedisce performance finanziarie modeste, o viceversa rating bassi coesistono con risultati economici brillanti, almeno nel breve termine. Un tipico esempio sono le imprese del settore dei combustibili fossili: spesso ricevono rating ESG bassi per il loro impatto ambientale, eppure in anni di rialzo del prezzo del petrolio realizzano profitti record. Nel 2022, molti fondi ESG che avevano escluso petroliferi sottoperformarono il mercato proprio perché mancavano dei titoli energetici che trainavano i listini. Ciò dimostra che il successo finanziario di breve periodo può talvolta derivare da fattori estranei all'ESG, come cicli delle materie prime o avanzamenti tecnologici in settori non sostenibili. Tuttavia, sul lungo termine, restare ancorati a modelli poco sostenibili può esporre a rischi di transizione regolamentare e di reputazione, mettendo in dubbio la durabilità di quelle performance. La letteratura più recente, infatti, enfatizza come i vantaggi dell'ESG si manifestino in orizzonti temporali più ampi. Nel breve periodo i risultati sono più mescolati (anche il nostro campione ha casi contrastanti), ma nel lungo periodo le imprese sostenibili tendono ad accumulare vantaggi competitivi e ad evitare perdite catastrofiche, producendo ritorni più consistenti e stabili per gli investitori.

Un altro elemento da considerare è la eterogeneità nei criteri di rating ESG. Studi comparativi tra agenzie di rating mostrano spesso basse correlazioni tra i punteggi ESG assegnati da diversi provider, segno che la misurazione della sostenibilità contiene una quota di soggettività e dipende dai pesi attribuiti alle diverse dimensioni. Dunque, un'azienda potrebbe risultare "AA" secondo un modello e solo "BBB" per un altro, creando rumore nell'analisi. Nel nostro caso, avendo applicato una metodologia uniforme

alle PMI italiane, questo problema è mitigato; tuttavia, il rating ESG è un indicatore composito imperfetto. Alcuni aspetti di sostenibilità potrebbero non avere effetto sui conti economici, mentre altri aspetti “materiali” sono molto più legati al rischio e alla redditività. La letteratura suggerisce che sono soprattutto le prestazioni ESG materialmente rilevanti a correlare con la performance finanziaria, mentre una mera adesione simbolica o disclosure di facciata non produce benefici tangibili. Questo spiega perché la gestione sostanziale dei temi ESG batte la semplice comunicazione ESG in termini di effetti economici: uno studio trova che solo il 26% delle ricerche focalizzate su divulgazione ESG individuava correlazioni positive con la performance, contro il 53% degli studi basati su indicatori ESG di performance effettiva (es. riduzione emissioni, certificazioni ambientali ottenute, etc.). In pratica, le imprese devono implementare realmente pratiche sostenibili efficaci per raccoglierne i frutti finanziari, il cosiddetto “*greenwashing*” (apparire etici senza esserlo nei fatti) non paga, anzi può ritorcersi contro in termini reputazionali.

5. Discussione dei risultati e implicazioni

Le evidenze emerse dal campione analizzato, confrontate con il quadro teorico, confermano in buona misura la tesi che l’integrazione dei criteri ESG nella gestione aziendale si accompagna a una maggiore solidità economico-finanziaria. Pur con qualche eccezione, abbiamo visto che le aziende con rating ESG più elevati mostrano indicatori di redditività migliori, meno casi di dissesto o perdite, e profili di rischio attenuati rispetto alle controparti con rating inferiori. Questo risultato è in linea con la teoria dello “*Stakeholder value*”: curare gli interessi di tutti gli stakeholder (ambiente, comunità, dipendenti, azionisti) porta a un successo più duraturo rispetto al focalizzarsi esclusivamente sul profitto di breve termine. Nel nostro campione, nessuna azienda AAA/AA versa in condizioni di grave crisi finanziaria, mentre varie BBB/BB affrontano problemi di sostenibilità economica. Si può quindi affermare che, in una certa misura, i rating ESG possono fungere da indicatori predittivi di solidità aziendale, segnalando imprese meglio attrezzate per generare valore e gestire i rischi. Ciò contraddice la visione tradizionale della matrice di Friedman, secondo cui occuparsi di “altro” oltre ai profitti distrairebbe il management e ridurrebbe la performance

finanziaria. Al contrario, i nostri riscontri corroborano l'idea che “*doing good*” e “*doing well*” vadano di pari passo. Va sottolineato, tuttavia, che la correlazione positiva identificata non è automatica. Alcuni risultati nel campione e nella letteratura indicano che il contesto conta. Ad esempio, l'appartenenza settoriale e la situazione macroeconomica possono temporaneamente sovvertire la relazione ESG-performance. Abbiamo visto il caso di Alerion (rating A) avvantaggiata da fattori esterni (prezzi dell'energia) o di Dexelance (BB) che prospera in una nicchia di mercato pregiata. All'opposto, Elica (AAA) ha sofferto un calo di mercato nonostante il suo impegno ESG. Inoltre, le pratiche ESG devono essere ben gestite per tradursi in benefici: se implementare iniziative sostenibili comporta costi iniziali elevati non accompagnati da sufficienti ritorni, nel breve termine l'azienda potrebbe vedere compressi i propri margini. Questo può spiegare taluni casi di imprese virtuose sul piano etico ma con bilanci in difficoltà. Ad esempio, alcune aziende potrebbero investire molto in tecnologie green oggi, pesando sui conti attuali, per guadagnare un vantaggio competitivo solo negli anni successivi. Dunque, un'attenzione temporale è fondamentale: gli studi accademici hanno evidenziato che i payoff dell'ESG si manifestano su periodi medio-lunghi, mentre analisi di brevissimo periodo a volte non trovano differenze significative in performance azionarie tra aziende più o meno sostenibili. Nel lungo periodo, comunque, la traiettoria sembra premiare chi integra la sostenibilità (come dimostra anche la crescente pressione normativa e di mercato in tal senso). Le implicazioni di questi risultati per le PMI italiane sono di grande rilievo. Storicamente, le PMI hanno spesso percepito l'adozione di pratiche ESG come un costo aggiuntivo o un onere burocratico, soprattutto in assenza di obblighi stringenti per le non quotate. Tuttavia, le evidenze presentate suggeriscono che investire nella sostenibilità non è solo un atto di responsabilità sociale, ma può rappresentare una leva di competitività e robustezza finanziaria anche per le PMI. In primo luogo, migliorare il profilo ESG può aiutare una PMI a rafforzare la propria credibilità verso finanziatori e investitori traducendosi in condizioni di credito più vantaggiose o maggior facilità nel reperire capitali di crescita. In secondo luogo, adottare standard ESG spinge l'azienda a monitorare con attenzione variabili prima trascurate, come emissioni, consumi energetici, turnover del personale, conformità etica, riducendo sprechi e rischi nascosti. Questo percorso spesso porta a innovazioni di prodotto e di processo che migliorano l'efficienza operativa. Non a caso, molte PMI italiane con

strategie ESG avanzate hanno anche livelli di produttività e qualità gestionale superiori alla media. Un altro aspetto cruciale per le PMI è l'accesso alle filiere globali: sempre più spesso le grandi imprese multinazionali richiedono ai fornitori standard minimi di sostenibilità. Una PMI che abbia già implementato sistemi di gestione ambientale o certificazioni sociali avrà un vantaggio nell'essere selezionata come partner rispetto a concorrenti meno attenti. Ciò può aprire opportunità di business aggiuntive, sostenendo la crescita dei ricavi nel medio termine (un effetto non immediatamente visibile nei dati 2023, ma potenzialmente rilevante). Sul fronte dei costi, misurare e migliorare indicatori ESG (si pensi all'energy management) può aiutare a mitigare l'impatto di shock esterni come l'aumento dei prezzi dell'energia o materie prime, conferendo maggiore resilienza finanziaria. Questo è particolarmente importante per le PMI italiane, spesso esposte a volatilità di costi e con margini ristretti: l'ESG può essere visto come un investimento in efficienza e continuità operativa. Detto ciò, è importante che le PMI approccino l'ESG in modo strategico e proporzionato. Le nostre analisi indicano che non basta adottare politiche ESG "di facciata", ma i benefici si concretizzano solo quando la sostenibilità diventa parte integrante della gestione aziendale. Un ulteriore punto emerso è la necessità di supporto e formazione: molte PMI, soprattutto nelle fasce di rating intermedie e basse, potrebbero non sapere da dove iniziare per rafforzare il proprio profilo ESG. I risultati del capitolo precedente hanno mostrato ampi margini di miglioramento per tali imprese. Diventa quindi fondamentale il ruolo di policy-maker, associazioni di categoria e grandi clienti nel favorire il trasferimento di competenze e strumenti ESG verso le PMI (ad esempio tramite linee guida settoriali, incentivi fiscali per certificazioni, requisiti gradualmente di reporting non finanziario). Solo così un numero crescente di PMI potrà compiere quel salto di qualità che le porti dalle categorie BB/BBB verso AA/AAA, con vantaggi sia per la sostenibilità complessiva del sistema industriale sia per la robustezza economica delle stesse imprese.

In conclusione, le evidenze empiriche raccolte e la loro analisi indicano che vi è una relazione positiva tra rating ESG e performance finanziaria, sebbene modulata da variabili esterne e temporali. Le aziende del campione con migliori rating ESG hanno generalmente confermato tale relazione, mostrando performance finanziarie più solide coerenti con la teoria prevalente, mentre le imprese con rating bassi tendono ad allinearsi ai riscontri di fragilità attesi. Per le PMI italiane, questo significa che l'adozione di

pratiche ESG non deve essere vista come un mero adempimento imposto dalla crescente pressione normativa o come un costo privo di ritorno, bensì come un investimento strategico nella qualità aziendale a 360 gradi. Integrare i criteri ESG nella gestione può migliorare la capacità di un'azienda di creare valore nel lungo periodo, aumentandone la resilienza e la credibilità.

5.1. Opportunità e sfide future verso la sostenibilità

Dall'analisi condotta emerge chiaramente che la sostenibilità rappresenta una dimensione destinata a ridefinire il contesto competitivo delle PMI italiane negli anni a venire. Le imprese di minori dimensioni si troveranno di fronte a opportunità significative, ma anche a sfide complesse, nel processo di transizione verso modelli di business più sostenibili. Tali dinamiche future possono essere lette alla luce di quattro fattori chiave: *(i)* l'evoluzione del quadro normativo in materia ESG, *(ii)* i cambiamenti nelle preferenze dei consumatori e degli investitori, *(iii)* il progresso delle tecnologie a supporto della sostenibilità (digitalizzazione ESG), e *(iv)* le pressioni competitive provenienti dal mercato e dalle filiere produttive. Di seguito si esaminano in dettaglio queste direttrici, evidenziando come ciascuna di esse presenti rischi e opportunità per le PMI.

Una prima importante sfida/opportunità deriva dal rapido avanzamento della regolamentazione europea sulla sostenibilità d'impresa. Negli ultimi anni l'UE ha varato iniziative destinate a incidere profondamente anche sulle PMI, tra cui la nuova Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e la Tassonomia UE delle attività sostenibili. La CSRD, in particolare, estende progressivamente l'obbligo di rendicontazione non finanziaria: se finora le PMI quotate italiane non erano tenute a pubblicare una Dichiarazione Non Finanziaria, dal 2026 in poi molte di esse rientreranno nel perimetro normativo europeo. In base ai criteri attualmente definiti, tutte le PMI quotate su mercati regolamentati dell'UE che superino determinate soglie dimensionali (fatturato, attivo di bilancio, numero di dipendenti) dovranno iniziare a comunicare dati di sostenibilità relativi all'esercizio 2026, con prima pubblicazione nel 2027. Questo implica che anche diverse PMI italiane, sinora estranee a tali obblighi, dovranno dotarsi in tempi brevi di sistemi di raccolta dati e processi interni per il reporting ESG. La conformità normativa

rappresenta certamente una sfida onerosa: molte PMI lamentano ristrettezze di risorse finanziarie e umane tali da rendere impegnativo soddisfare nuovi requisiti. Tuttavia, questo cambiamento normativo porta con sé anche opportunità: le imprese che per prime si adeguano agli standard di reporting potranno beneficiare di una maggiore fiducia da parte del mercato e delle istituzioni. Una maggiore trasparenza sulle pratiche ESG, infatti, agevolerà l'accesso ai finanziamenti in futuro, divenendo un elemento apprezzato da banche e investitori. Non a caso, gli esperti prevedono che la performance ESG di un'azienda influirà sempre più sulla sua capacità di ottenere capitali a costi convenienti. Inoltre, la Tassonomia UE, che definisce criteri stringenti per classificare un'attività economica come sostenibile, può rappresentare una guida per le PMI nel ripensare i propri progetti di investimento: allinearsi ai criteri tecnici della Tassonomia potrebbe rendere un'azienda eleggibile per forme di finanziamento agevolato o per l'accesso a fondi pubblici destinati alla transizione verde. Va ricordato che sono previste misure di proporzionalità e possibili supporti istituzionali: ad esempio, iniziative come il “*SACE ESG Hub*” in Italia offrono alle PMI piattaforme e strumenti per facilitare la raccolta di dati ESG e la trasformazione digitale necessaria alla compliance normativa. Tali supporti ridurranno in parte il peso degli adempimenti, consentendo alle PMI di cogliere il lato positivo della nuova normativa: usare il reporting come leva di auto-valutazione e miglioramento continuo, oltre che come vetrina verso investitori interessati alla sostenibilità.

In parallelo all'evoluzione delle regole, si registra un marcato cambiamento culturale nel mercato, con implicazioni dirette per le PMI. Da un lato i consumatori, inclusi i clienti finali e le aziende acquirenti lungo la filiera, mostrano una crescente sensibilità verso la sostenibilità dei prodotti e dei marchi. Studi recenti indicano che i consumatori, anche in Italia, premiano con le loro scelte le aziende percepite come più sostenibili, privilegiandole rispetto alle concorrenti. Ciò si manifesta, ad esempio, nel maggior interesse per prodotti con certificazioni ambientali o sociali, nella disponibilità (soprattutto tra i giovani) a preferire brand impegnati in cause etiche, e nel rapido diffondersi di aspettative di trasparenza sull'origine dei prodotti. Per una PMI italiana questo trend rappresenta un forte stimolo a differenziarsi positivamente. Dall'altro lato vi sono gli investitori e finanziatori: il mondo bancario e degli investimenti sta integrando sempre più i fattori ESG nelle proprie decisioni di allocazione del capitale. Gli istituti di

credito, spinti anche dalle proprie obbligazioni di reportistica e gestione del rischio climatico, stanno iniziando a scrutinare l'affidabilità ESG dei clienti corporate: un'impresa con bassi standard ambientali o sociali potrebbe vedersi rifiutare finanziamenti o applicare condizioni meno favorevoli. Analogamente, i fondi di investimento ESG e i private equity guardano con interesse crescente alle PMI che dimostrano pratiche sostenibili, considerandole meno rischiose nel lungo termine e più in linea con le attese degli stakeholder. Per le PMI italiane, dunque, si prospetta la sfida di dover soddisfare criteri ESG anche per ragioni commerciali e finanziarie: non basterà più il solo merito creditizio tradizionale o la qualità intrinseca del prodotto, ma occorrerà convincere investitori e clienti circa l'impegno dell'azienda sul fronte della sostenibilità. Questo potrebbe inizialmente comportare costi, ma costituisce anche un'enorme opportunità. Un posizionamento solido in termini ESG può aprire l'accesso a nuovi mercati e segmenti di clientela. In prospettiva, la capacità di intercettare le nuove preferenze dei consumatori e le aspettative degli investitori sarà un elemento discriminante tra le aziende che prospereranno e quelle che perderanno terreno.

Un ulteriore driver di trasformazione è costituito dal progresso tecnologico, che offre alle PMI strumenti prima impensabili per misurare, gestire e comunicare la sostenibilità. La cosiddetta "digitalizzazione ESG" riguarda l'insieme delle soluzioni digitali applicate ai temi ambientali, sociali e di governance. Da un lato, le nuove tecnologie aiutano le PMI a raccogliere dati e monitorare performance ESG con maggiore precisione ed efficienza; dall'altro, abilitano modelli di business più sostenibili tramite l'innovazione di processi e prodotti. Le piattaforme digitali di reporting rappresentano un esempio concreto: stanno emergendo software e servizi cloud che permettono anche a organizzazioni di piccola scala di automatizzare la raccolta di dati ESG generando report conformi agli standard in modo semi-automatico. Questo può ridurre significativamente l'onere operativo del reporting di sostenibilità, trasformandolo da compito manuale ad attività in gran parte informatizzata. Al contempo, l'analisi dei dati e l'intelligenza artificiale offrono nuove capacità di identificare punti deboli e opportunità: una PMI può utilizzare strumenti di *data analytics* per scoprire inefficienze energetiche nel proprio stabilimento o per valutare il sentiment dei dipendenti e prevenire problemi di clima interno (fattore "S" di ESG). Tecnologie abilitanti come "*l'Internet of Things*" (IoT) stanno già consentendo a molte PMI di raccogliere informazioni ambientali in tempo reale. I sensori IoT possono

monitorare temperatura, umidità, emissioni in uno stabilimento o lungo una supply chain, permettendo interventi immediati per ridurre gli sprechi e ottimizzare l'uso delle risorse. In ambito sociale, le piattaforme digitali e i social media facilitano il dialogo con gli stakeholder e la comunità, incrementando la trasparenza e il coinvolgimento. Sul versante governance, come già accennato, strumenti come la blockchain possono garantire integrità e tracciabilità a processi critici, rafforzando la fiducia degli investitori sulla gestione responsabile dell'impresa. Tutto ciò configura uno scenario ricco di opportunità. Non mancano però le sfide, poiché la digitalizzazione richiede risorse finanziarie e competenze che non tutte le PMI possiedono, e c'è il rischio di ampliare il divario tra aziende avanzate e aziende in ritardo tecnologico. Le PMI italiane che riusciranno a coniugare transizione digitale e transizione ecologica, approfittando della spinta sinergica tra le due, saranno meglio posizionate per raccogliere i frutti di un mercato in evoluzione, mentre chi rimarrà ancorato a metodi tradizionali rischierà di accumulare ritardi difficilmente colmabili.

L'ultimo aspetto, trasversale ai precedenti, riguarda le pressioni competitive che si manifestano lungo le filiere produttive e nei mercati globali, legate ai temi ESG. Le PMI spesso operano come fornitori di imprese più grandi o all'interno di catene del valore estese. In questo ruolo, stanno già sperimentando un aumento delle richieste in materia di sostenibilità da parte dei committenti. Molte grandi aziende, spinte dai propri obiettivi di sostenibilità e dagli obblighi di disclosure, selezionano i partner di filiera anche in base alle loro credenziali ESG, preferendo fornitori che adottino politiche di sostenibilità allineate alle loro. Per una PMI inserita in queste filiere, ciò si traduce nella necessità di adeguarsi o rischiare l'esclusione. Al contempo, però, si apre un'enorme opportunità di crescita per le PMI che sapranno posizionarsi come partner sostenibili, diventando fornitori "preferiti".

Alla luce di quanto discusso, il futuro prossimo presenta alle piccole e medie imprese italiane un quadro sfidante ma stimolante. L'adeguamento alle nuove normative, la capacità di intercettare le preferenze di consumatori e investitori, l'adozione intelligente di tecnologie per la sostenibilità e il riposizionamento competitivo lungo le filiere sono tutti fattori che determineranno il successo o meno delle PMI nella transizione sostenibile. Come evidenziato anche dai risultati di questa ricerca, le aziende che hanno già iniziato questo percorso, dotandosi di solide basi ESG, mostrano una maggiore resilienza e

capacità di creare valore di lungo termine. La sostenibilità tende infatti a divenire un elemento trasversale di eccellenza gestionale, spingendo a migliorare l'efficienza, a innovare, a costruire relazioni di fiducia con stakeholder interni ed esterni. Al contrario, ignorare queste tendenze può esporre le imprese a rischi crescenti di emarginazione competitiva. In definitiva, la sostenibilità non sarà più una scelta discrezionale ma un requisito fondamentale imprescindibile.

5.2. Come la metodologia utilizzata puoi essere applicata ad altre imprese

La metodologia ESG sviluppata in questo studio, imperniata su valutazione delle politiche ESG, integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale, gestione dei rischi ESG e rendicontazione di sostenibilità, può essere efficacemente applicata anche alle altre PMI, incluse quelle non quotate. In primo luogo, infatti, i principi alla base di tale approccio mantengono validità indipendentemente dallo status di quotazione: qualunque impresa può trarre beneficio da una valutazione strutturata del proprio profilo di sostenibilità e da un'integrazione sistematica dei criteri ESG nei processi decisionali. Sebbene attualmente le PMI non quotate non abbiano obblighi normativi stringenti in materia di reporting ESG, la realtà del mercato dimostra che investitori, banche e clienti stanno già richiedendo alle PMI standard elevati di sostenibilità, propagando lungo la filiera requisiti nati per le grandi imprese. Ciò significa che anche una piccola impresa familiare, pur non tenuta per legge a pubblicare un bilancio di sostenibilità, vede crescere la pressione da parte degli stakeholder affinché adotti politiche ESG credibili e trasparenti. In altri termini, implementare volontariamente una strategia ESG oggi può preparare le PMI ad affrontare le richieste future di mercato e normative.

Gli elementi cardine della metodologia proposta risultano dunque applicabili a qualunque PMI che voglia intraprendere un percorso di sostenibilità. In pratica, anche per un'impresa di piccole dimensioni il primo passo consiste nella definizione di politiche ESG interne chiare: ad esempio, l'adozione di un codice etico aziendale, di linee guida per la tutela ambientale e di programmi per il benessere dei dipendenti. Parallelamente, occorre includere gli obiettivi ESG nella pianificazione strategica, assicurando che il piano industriale e le decisioni di investimento tengano conto degli impatti ambientali e sociali. Un ulteriore pilastro è rappresentato dalla gestione proattiva dei rischi ESG: ogni

PMI dovrebbe individuare i potenziali rischi legati a sostenibilità e predisporre misure di mitigazione. Infine, pur in assenza di obblighi formali, la rendicontazione delle performance ESG risulta fondamentale: ciò può avvenire in forma semplificata, ad esempio attraverso la pubblicazione annuale di indicatori chiave di sostenibilità sul sito web o in un rapporto dedicato. Queste componenti, politiche, strategia, rischi e reporting, rispecchiano le aspettative emergenti verso le PMI in ambito ESG: in prospettiva, alle piccole imprese verrà richiesto di descrivere le proprie politiche di sostenibilità, di dichiarare gli impatti ambientali negativi potenziali e come vengono gestiti, di elencare i principali rischi ESG e le relative misure di controllo, nonché di rendicontare indicatori quantitativi al riguardo. Applicando fin da subito questa metodologia, le PMI non quotate possono quindi colmare il gap informativo e allinearsi gradualmente ai migliori standard volontari. A supporto di ciò, va ricordato che sono in via di sviluppo framework e linee guida specifiche per le PMI: ad esempio, EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) sta definendo standard europei di rendicontazione di sostenibilità proporzionati per le PMI quotate e uno schema volontario per le PMI non quotate, denominato Voluntary SME Sustainability Reporting Standard, pensato proprio per delineare un set essenziale di informazioni ESG adatto alle loro dimensioni. Tali strumenti permetteranno anche alle aziende più piccole di adottare un approccio metodico e comparabile, in piena coerenza con quanto proposto in questa tesi.

Conclusioni

La presente tesi ha analizzato in che modo le PMI italiane quotate integrano i criteri ESG e come tale integrazione incida sulle performance economico-finanziarie. A tal fine è stata sviluppata una metodologia di valutazione ESG, strutturata su otto Key Issues suddivisi tra ambiente, società e governance. Il modello è stato applicato a un campione di 135 società, con raccolta manuale e sistematica dei dati ESG e finanziari, al fine di costruire un framework robusto che consentisse di associare ogni impresa a un rating ESG su scala da AAA a BB. L'obiettivo era quello di offrire un'analisi quantitativa e qualitativa del legame tra sostenibilità e risultati d'impresa.

I risultati emersi evidenziano una distribuzione dei rating ESG marcatamente asimmetrica, con concentrazione nelle classi intermedie. In particolare, solo 2

imprese (1,5%) hanno conseguito il rating AAA, mentre 26 imprese (19,3%) si sono posizionate in AA. La fascia A raccoglie 28 imprese (20,7%), seguita dalla BBB, che è la più popolosa con 46 imprese (34,1%). Infine, 33 imprese (24,4%) hanno ottenuto il punteggio minimo BB.

Dal confronto tra rating ESG e performance economico-finanziarie emergono tendenze significative. Le imprese con valutazioni ESG più elevate tendono a registrare risultati economici migliori, maggiore stabilità finanziaria e una minore esposizione al rischio sistemico. Al contrario, le imprese con rating più bassi evidenziano con maggiore frequenza debolezze reddituali, squilibri patrimoniali e volatilità di mercato più accentuata. Questi risultati suggeriscono che la sostenibilità non rappresenta solo un valore reputazionale o un adempimento normativo, ma un reale fattore abilitante di efficienza e solidità aziendale. In altre parole, integrare consapevolmente i criteri ESG nelle scelte strategiche può rafforzare la capacità delle imprese di creare valore nel lungo periodo e di rispondere con resilienza a contesti di incertezza economica e regolatoria.

Bibliografia

- Commissione Europea (2003). *Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 relativa alla definizione di micro, piccole e medie imprese*. Bruxelles: CE.
- Italia (2024). *Legge 5 marzo 2024, n. 21 – “Legge Capitali”*. Pubblicata in G.U. n.72/2024.
- Consob (2024). *Emittenti azioni quotate “PMI” – Criteri e elenco aggiornato*. Disponibile su *Consob.it* (Area Pubblica > Emittenti)
- Parlamento Europeo e Consiglio UE (2019). *Regolamento (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR)*. Pubblicato in GUUE L317.
- Parlamento Europeo e Consiglio UE (2020). *Regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020 (Tassonomia UE)*. GUUE L198.
- Parlamento Europeo e Consiglio UE (2022). *Direttiva 2022/2464/UE del 14 dicembre 2022 (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD)*. GUUE L322.
- European Banking Authority – EBA (2024). *Orientamenti sui fondi ESG e proposta di armonizzazione delle definizioni (Art. 6, 8, 9 SFDR)*. [Pubblicazione istituzionale EBA].
- European Securities and Markets Authority – ESMA (2023). *Relazione sui trend e rischi dei mercati finanziari (ESMA TRV)*. Parigi: ESMA.
- European Financial Reporting Advisory Group – EFRAG (2023). *Bozza di standard europei di rendicontazione di sostenibilità per PMI (ESRS per PMI)*.
- Global Reporting Initiative – GRI (2023). *GRI Perspectives: Double Materiality: Sustainability Reporting from the Inside Out*. Amsterdam: GRI.
- United Nations (2006). *Principles for Responsible Investment – PRI*. New York: UNEP FI/Global Compact.
- Eurosif (2018). *European SRI Study 2018*. Bruxelles: European Sustainable Investment Forum.
- PRI – Principles for Responsible Investment (2021). *Relazione annuale PRI 2021*. Londra: PRI Association.
- Forum per la Finanza Sostenibile & BVA Doxa (2020). *PMI italiane e sostenibilità – Indagine 2020*. Milano: FFS.

Greenomy (2023). *“Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD): rollout e misure per le PMI”* – articolo sul blog greenomy.io.

Thomson Reuters Institute – Runyon, N. (2023). *“Distillare l’alfabeto della regolamentazione ESG dell’UE”* (31 ottobre 2023).

ESGnews.it – Redazione (2023). *“SACE lancia ESG Hub: piattaforma digitale per supportare le PMI nella rendicontazione di sostenibilità.”* ESGnews.it, 5 luglio 2023.

Ricciardi, R. (2024). *“Svolta green, lavori in 2 milioni di case entro il 2035 per le famiglie: costi fino a 80 mila euro.”* *la Repubblica – Economia*, 13 aprile 2024.

ANRA – Associazione Nazionale Risk Manager (2021). *“PMI italiane e sostenibilità”* (articolo del 13/01/2021). Milano: ANRA (anra.it).

Edelman (2022). *Edelman Trust Barometer 2022 – Italy Data*. New York: Edelman.

SviS – Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile (2023). *La finanza sostenibile in Italia*. Roma: ASviS.

Borsa Italiana (s.d.). *Euronext Growth Milan: caratteristiche del mercato per le PMI*. Milano: BorsaItaliana.

Forum per la Finanza Sostenibile (2023). *ESG e PMI: la sostenibilità come leva di competitività*. Milano: FFS

Greenomy (2023). *Finanza sostenibile e PMI: come la Tassonomia UE cambia il rapporto con gli investitori*.

Consob – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (2024). *PMI quotate: segmentazione dei mercati e disciplina normativa*. Roma: Consob.

Euronext (s.d.). *Segmento STAR: requisiti di accesso e obblighi informativi*. Milano: Euronext.

Studio Paci (2024). *PMI Italiane e Sostenibilità: Come i 45 Indici Facilitano il Credito e Migliorano la Competitività*. Blog Studio Paci (Commercialisti Milano), 25 giugno 2024.

MonitorEE – Interreg Europe (2024). *New EU Regulations Aim to Revolutionize Building Efficiency*. Interreg Europe News, 21 agosto 2024.

Thomson Reuters (2023). *La nuova direttiva CSRD estende gli obblighi di reporting di sostenibilità alle PMI*. Thomson Reuters, s.d.

Greenomy (s.d.). *Vantaggi della trasparenza ESG: accesso ai finanziamenti e normative proporzionate per PMI*. Greenomy,

Teikos Solutions Group (2025). *ESG: PMI italiane e Sostenibilità nella Supply Chain*. LinkedIn Pulse, 20 febbraio 2025.

Cimpanelli, G. (2024). *Pmi italiane e Esg: paura per il clima e governance al centro*. la Repubblica, 16 febbraio 2024.

Redazione ANRA (2021). *PMI italiane e sostenibilità*. ANRA – Associazione Nazionale Risk Manager, 13 gennaio 2021.

D'Apolito, E., Galletta, S., Iannuzzi, A.P., & Sylos Labini, S. (2024). *Sustainability and bank credit access: New evidence from Italian SMEs*. Research in International Business and Finance, vol. 69, 2024.

Tecno Srl (2022). *Reporting di sostenibilità: perché e come conformarsi ai nuovi obblighi*. Aggiornato al 29 novembre 2022.

Redazione Lapenna del Web (2024). *Centrale del Latte d'Italia, i conti del 2023*. Soldionline, 19 marzo 2024.

D'Avino, R. (2024). *Al via SACE ESG Hub per la crescita sostenibile delle PMI*. ESG News, 20 maggio 2024.

ESG360.it (2025). *Digitale e sostenibilità: segnali positivi dalle grandi imprese, PMI indietro*. ESG360 – Digital360, Pubblicato il 12 febbraio 2025.

modefinance (2024). *Fotografia del panorama ESG italiano: uno studio approfondito sulle PMI*. Blog modefinance, 13 febbraio 2024

Elica S.p.A. (2024). *Comunicato stampa risultati 2023 – Elica S.p.A.* (Approvato dal CdA il febbraio 2024).

Winston, A. (2022). *2022: A Tumultuous Year in ESG and Sustainability*. Harvard Business Review, 21 dicembre 2022.