



DOCUMENTO DI RICERCA

I FATTORI ESG NELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA: LA COSTRUZIONE DELLA BASE INFORMATIVA

AREE DI DELEGA CNDCEC

Principi contabili e di
valutazione

COMMISSIONE DI STUDIO

Valutazione d'azienda

DELEGATO

Presidente Elbano de Nuccio

PRESIDENTE COMMISSIONE

Giovanni Liberatore

LUGLIO 2024



A cura della Commissione di studio

“Valutazione d'azienda”

Presidente CNDCEC delegato

Elbano de Nuccio

Presidente Commissione

Giovanni Liberatore*

Segretario

Francesco Dalla Sega* (Coordinatore del Gruppo di lavoro)

Componenti

Nicola Agnoli*

Gigliola Di Chiara

Massimiliano Farina Briamonte

Giovanni Galeandro

Vittorio Melchionda

Giorgio Pellati

Maurizio Ragno*

Maria Francesca Talamonti

Martino Zamboni*

Ascanio Salvidio

Staff tecnico

Matteo Pozzoli* - *Ufficio Legislativo CNDCEC*

Nicola Lucido - *Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti*

Alessandra Pagani - *Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti*

* Componente del Gruppo di lavoro



Sommario

PREMESSA	1
CAPITOLO 1 - FINALITÀ GUIDA OPERATIVA TECNICA PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA ESG	4
1.1. La serie	4
1.1.1. Organizzazione della serie	4
1.1.2. La necessità di una serie articolata	5
1.1.3. Fondamenta della raccolta informativa	5
1.2. Obiettivi del primo Volume	5
1.2.1. Elementi di riferimento	5
1.2.2. Approccio base: guidare con coerenza e precisione	6
1.2.3. Applicazioni pratiche per il valutatore	6
CAPITOLO 2 - LA DOTTRINA IN MATERIA DI VALUTAZIONE D'AZIENDA E FATTORI ESG (CENNI)	13
2.1. Le prospettive di studio	13
2.2. Il sistema di misurazione delle pratiche ESG	14
2.3. L'impatto sui flussi	15
2.4. L'impatto sul rischio sistematico	16
2.5. L'impatto sul costo del debito	16
2.6. E-S-G sono sullo stesso piano?	17
CAPITOLO 3 - I PRINCIPI DI VALUTAZIONE	18
3.1 Il ruolo dei principi di valutazione nell'ambito delle valutazioni d'azienda	18
3.2 International Valuation Standards (IVS)	18
CAPITOLO 4 - I FATTORI ESG E IL VALORE D'AZIENDA: UNA PRIMA PROPOSTA OPERATIVA	29
4.1 Quali connessioni dei fattori ESG al valore aziendale	29
4.1.1 Il quadro concettuale di riferimento in sintesi	29
4.1.2 La base informativa nei PIV	30
4.1.3 L'ampliamento della base informativa per considerare anche i fattori ESG	34
4.2 Quale approccio del valutatore alla valutazione d'azienda	35
CAPITOLO 5: I FATTORI ESG E LA COSTRUZIONE DELLA BASE INFORMATIVA	38
5.1 La costruzione della base informativa ESG delle PMI	38
CONCLUSIONI	52



Premessa

La crescente attenzione che è stata data negli ultimi decenni alle tematiche ambientali e sociali ha comportato un progressivo approfondimento dell'analisi degli impatti che le attività imprenditoriali possono avere sull'ambiente e sulle persone.

Nella letteratura aziendalistica è stato, infatti, da più parti sottolineato come il successo imprenditoriale dipenda anche dalla qualità delle relazioni che l'impresa è in grado di mantenere con i propri principali *stakeholder*. Gli impatti ambientali e sulle persone dell'attività d'impresa, possono dunque avere conseguenze significative, positive o negative, sulla sua operatività o sulla sua reputazione e possono, pertanto, incidere in misura significativa sulle performance finanziarie dell'impresa stessa.

Il fenomeno dei fattori **Environmental, Social, Governance (ESG)** sta quindi assumendo, a livello trasversale, una portata costantemente più rilevante e permeante.

Adottati dall'Unione Europea come obiettivo strategico e competitivo nell'ambito di un più ampio dibattito geopolitico internazionale, i fattori ESG risultano essere un elemento centrale anche a livello economico, con effetti la cui valutazione non può essere trascurata anche in ambito aziendale dove pare sempre più evidente l'impatto che questi determinano nella definizione delle traiettorie di sviluppo del business delle imprese. Anche perché gli investitori, potenziali ed effettivi, intravedono sempre più nell'approccio ESG uno strumento di riduzione del rischio che consente alle imprese di poter continuare ad essere competitive anche nel medio-lungo termine.

Tale evidenza, genera al contempo impatti diretti anche ai fini della valutazione del capitale economico delle aziende stesse che, perseguendo percorsi virtuosi nel tentativo di migliorare gli standard di sostenibilità indicati dai parametri indicati da Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile¹, registreranno inevitabilmente degli impatti, più o meno diretti e più o meno rilevanti, anche sulle proprie *performance* economico finanziarie, elemento cardine dei processi di valutazione.

In un simile crescente contesto, l'attività del valutatore d'azienda non può esimersi dall'approfondire e considerare questa dinamica nelle proprie funzioni professionali, ponendo particolare attenzione all'enfasi da assegnare ai fattori ESG nelle stime del valore dell'impresa.

Pare utile indicare che l'adozione o, meglio, il perseguimento anche su base volontaria degli obiettivi ESG da parte di un'impresa, non implica particolari modifiche nell'approccio metodologico alla valutazione d'azienda. L'attenzione posta dal management aziendale a questi temi non incide sull'adozione da parte dell'esperto di nuove o diverse metodologie valutative rispetto alle classiche tecniche diffuse e adottate dalla dottrina e delineate nei Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV). Casomai richiede di dover considerare fattori prima non

¹ <https://www.agenziacoazione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

pienamente apprezzati ed oggi da esaminare alla luce delle evidenze registrate da buona parte della prassi, nonché dall'interesse attribuito a tali elementi da coloro che apportano capitali e dalla crescente sensibilizzazione su tali tematiche da parte degli stakeholder in genere.

La considerazione dei fattori di sostenibilità ai fini valutativi amplia il novero delle informazioni solitamente assunte per effettuare una valutazione d'azienda. Ciò comporta, quindi, che l'inclusione delle evidenze tratte dall'analisi dei fattori ESG possano, come tutti gli altri elementi della base informativa, incidere nella scelta della metodica, del criterio o del metodo di valutazione.

Quello che emerge come tratto caratteristico è, invece, la necessità che il valutatore sviluppi una ulteriore capacità valutativa, particolarmente sensibile a tematiche di natura qualitativa, che risulti completata da una serie di ulteriori conoscenze legate:

- i. al quadro giuridico di riferimento nazionale, europeo e internazionale (CSRD² e CSDDD³ in particolare);
- ii. ai documenti emanati dalle organizzazioni internazionali (standard EFRAG, IFRS, GRI, IR Framework, etc) sui temi ESG.

Si registra una continua evoluzione della disciplina, e in generale della dottrina, in merito, pertanto è indispensabile adottare nell'attività valutativa un approccio culturalmente "aperto" e costantemente attento a recepire le nuove e ulteriori indicazioni che gli enti istituzionali di riferimento provvedono ad emanare; questo dovrà essere accompagnato dallo sviluppo di una sensibilità prettamente qualitativa che rappresenterà il tratto caratteristico a cui non può essere sottratta, e, anzi, rappresenterà un elemento sostanziale la validità delle conclusioni adottate dal valutatore.

Proprio per questa caratteristica, risulta importante che il valutatore acquisisca nuove competenze per adattare opportunamente le diverse fasi del processo di valutazione previsto dai PIV, così da considerare adeguatamente i fattori ESG nella valutazione d'azienda. In particolare:

- i. impostare l'impianto di valutazione considerando anche i fattori ESG e il loro impatto in termini di modello di business, di rischi e di *performance* economico-finanziarie;
- ii. ampliare la base informativa con i documenti e le informazioni relativamente ai fattori ESG la cui raccolta andrà strutturata in una modalità che consenta una gestione funzionale ad ottenere, dai dati recuperati, le informazioni utili al processo valutativo;
- iii. adattare l'applicazione dell'analisi fondamentale finalizzata anche ad esprimere un giudizio di ragionevolezza dell'informazione prospettica finanziaria e non finanziaria:
 1. nell'analisi dello scenario macroeconomico, per i possibili effetti dei fattori ESG;
 2. nell'analisi strategica dell'azienda e del settore/contesto competitivo: "nuovo" modello di business e "nuovi" fattori di rischio legati ai fattori ESG;

² Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità (c.d. "*Corporate Sustainability Reporting Directive*", in breve "*CSRD*").

³ Direttiva (UE) 2024/1760 Del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (c.d. "*Corporate Sustainability Due Diligence Directive*", in breve "*CSDDD*").

3. nell'adattare il processo di analisi dell'informazione prospettica finanziaria e non finanziaria (PEF "integrato"⁴, PEF, altre informazioni prospettiche);
- iv. adattare il processo di scelta delle metodologie valutative e applicare i modelli di valutazione così da considerare adeguatamente i fattori ESG in maniera tale che questi vengano conseguentemente e coerentemente riflessi nelle risultanze ottenute.

Come anticipato, non ci saranno nuove tecniche di valutazione da applicare, così come pare difficile immaginare possa esserci un approccio standardizzato e semplicistico nella valorizzazione degli elementi di sostenibilità.

Ci sarà un nuovo modo di individuare quali sono le informazioni ritenute significative da considerare ai fini dell'applicazione delle classiche metodologie di valutazione, in considerazione dell'impatto, anche in termini di rischio, che i fattori ESG genereranno potenzialmente sui flussi finanziari prospettici.

La sfida valutativa che la propensione ai fattori ESG delle imprese impone è quella di adottare una nuova impostazione rispetto alla necessità per il valutatore di sviluppare abilità e sensibilità nell'individuazione degli elementi che possono evidenziare il perseguimento degli obiettivi ESG e nella capacità di darne rilievo, se questi risultano significativi, in chiave valutativa, riuscendo a strutturare la correlazione tra questi elementi e quelli che vengono direttamente considerati nel procedimento di stima.

Data la vastità dell'argomento e delle sue implicazioni sull'attività professionale dedicata alla valutazione d'azienda, abbiamo ritenuto di strutturare la Guida in più volumi, confidando risultati maggiormente funzionali disporre di una Serie di documenti che ripercorre le singole fasi dell'iter logico che il valutatore svolge nell'espletamento del suo incarico.

Il presente documento si rivolge, in prima istanza, ai commercialisti che si occupano di valutazione (di seguito anche esperti di valutazione o valutatori) con l'intendimento di fornire un orientamento condiviso per il reperimento e la considerazione delle informazioni sui fattori ESG nella valutazione d'azienda.

⁴ Piano economico e finanziario le cui proiezioni considerino debitamente rappresentati gli effetti e le implicazioni del perseguimento degli obiettivi ESG da parte dell'impresa.

Capitolo 1 - Finalità guida operativa tecnica per la valutazione d'azienda ESG

1.1. La serie

1.1.1. Organizzazione della serie

La valutazione d'azienda all'interno del paradigma ESG emerge come un pilastro fondamentale nell'attuale scenario economico, rappresentando un punto cruciale per imprese, investitori, stakeholder finanziari, parti interessate e regolatori.

Il passaggio alla valutazione di un'azienda che adotta un approccio ESG richiede non solo una ridefinizione della prospettiva, ma anche un profondo rinnovamento delle competenze analitiche, soprattutto di natura qualitativa. In questo contesto in rapida evoluzione, la nostra serie di Guide è concepita per fornire ai professionisti della valutazione una guida completa che mira, affrontando le complesse sfide della valutazione aziendale nel contesto ESG, a costituire un valido ed efficace strumento di supporto operativo.

La professione contabile, peraltro, sta ricoprendo, come giusto che sia, un ruolo fondamentale nello sviluppo delle prassi da porre in essere per perseguire efficacemente obiettivi di sostenibilità, che consentano alle aziende di avere una migliore gestione dei rischi aziendali e di prevenire errori di programmazione ed organizzazione.

Da questo punto di vista, una corretta impostazione organizzativa, contabile ed amministrativa non solo permette alle società di definire quegli "adeguati assetti" che oggi, alla luce del novellato articolo 2086 del Codice civile, costituiscono un pilastro essenziale per la buona condotta aziendale, bensì identifica anche un presupposto essenziale per la gestione di un complesso economico che sia in grado di operare nel corso del tempo.

In linea con quanto detto, il documento parte dal presupposto che gli elementi inerenti alla Governance (G) siano coerenti e correlati al corretto presidio e gestione degli elementi collegati al rispetto dell'ambiente (E) e degli aspetti sociali (S)⁵ sui quali il modello di business impostato dall'impresa va ad impattare.

Sarà quindi sempre il modello di business il punto di partenza dell'analisi, sulla cui comprensione il valutatore dovrà porre particolare attenzione per comprendere, sempre funzionalmente al proprio incarico di valutazione, come il sistema di governance (G) incida sulle dimensioni ambientali (E) e sociali (S).

⁵ Per un'analisi più ampia sui rapporti tra aspetti di Governance e di sostenibilità all'interno delle aziende, si veda: Sostenibilità, Governance e Finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI, disponibile a: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2024/04/CNDCEC-CGF-Sostenibilita-governance-e-finanza-dellimpresa-final-080324.pdf>.



1.1.2. La necessità di una serie articolata

Il motivo fondamentale che ha spinto a strutturare questa Guida in diversi volumi è la vastità e la complessità intrinseca del processo di valutazione ESG. Considerando l'ampio spettro di fattori ambientali, sociali e di governance che incidono sul valore aziendale, caratterizzante in maniera peculiare e distinta ciascuno specifico settore economico, è cruciale adottare un approccio modulare e articolato per garantire una trattazione approfondita ed esaustiva di ciascuna fase del processo valutativo.

Tutto ciò appare di ancora più rilevante importanza, in ragione del fatto che nella stesura del presente documento viene considerata quale target di valutazione un'azienda che persegue le finalità ESG su base volontaria e che non presenta il set informativo minimo previsto per le società soggette, per vincolo normativo, a tale obbligo informativo.

Il riferimento implicito del Gruppo di lavoro sono, quindi, le piccole e medie imprese (PMI) che, anche laddove non abbiano obblighi normativi di rendicontazione inerenti ai fattori ESG, intendono o sono indotte ad adottare iniziative di sostenibilità per garantire la creazione (o il mantenimento) del valore nel corso del tempo, per avere un vantaggio competitivo nei confronti dei *competitor* che non sono equipaggiati in tal senso o, più genericamente, ambiscono presentare un approccio che denoti l'attività aziendale come virtuosa e orientata al rispetto delle generazioni future.

1.1.3. Fondamenta della raccolta informativa

Questo primo volume, focalizzato sulla raccolta della base informativa, svolge un ruolo cruciale per un'inclusione dei fattori ESG nella valutazione d'azienda. Prima di immergersi nelle intricate reti di analisi ESG, è, infatti, imperativo costruire una solida base informativa.

La decisione di concentrarci su questa fase iniziale è motivata dalla consapevolezza che una valutazione ESG accurata, dipende in larga misura dalla qualità e dalla completezza dei dati raccolti, dati che, in una condizione di non obbligatorietà e in una fase storica in cui vi è una scarsa diffusione di *best practice* consolidate, risultano il più delle volte non disponibili (quantomeno in un'ottica organizzata) nelle aziende di medio-piccola dimensione.

1.2. Obiettivi del primo Volume

1.2.1. Elementi di riferimento

Questo volume è concepito come il fondamentale punto di partenza per i professionisti della valutazione. Attraverso una guida operativa, intendiamo equipaggiare i valutatori con gli strumenti necessari ad identificare e interpretare le informazioni ESG nel contesto di una PMI in cui sono disponibili dati e informazioni prospettiche di carattere economico-finanziario che non necessariamente considerano gli effetti dei fattori ESG.

È infatti probabile, soprattutto in questa fase iniziale dell'implementazione di progetti di sostenibilità, che nel piano aziendale non siano esplicitate né le azioni strategiche e operative poste in essere dalla PMI ai fini del perseguimento degli obiettivi ESG, né i loro effetti sui flussi prospettici economici e finanziari contemplati nel PEF. In tale contesto, potrebbero dunque venir trascurati i profili ESG e, conseguentemente, non apprezzare adeguatamente il valore dell'azienda.

Il presente documento intende anzitutto aiutare il valutatore nel costruire il “ponte informativo” essenziale per applicare validamente le abituali pratiche valutative alle aziende condizionate dai fattori ESG nello svolgimento della loro attività d'impresa. Il secondo obiettivo è fornire al valutatore strumenti adeguati a integrare la base informativa tradizionale con le informazioni ESG in contesti in cui la PMI può non disporre di un set informativo di sostenibilità completo. Questo implica l'identificazione di fonti affidabili, la comprensione delle metriche rilevanti e l'applicazione di metodologie adatte per garantire un'analisi ESG completa e accurata.

1.2.2. Approccio base: guidare con coerenza e precisione

Il volume ha l'obiettivo di proporre un approccio strutturato di analisi dei fattori ESG, con anche proposte operative di raccolta, integrazione e analisi dei dati necessari a condurre una valutazione in modo tale che i fattori ESG siano adeguatamente considerati.

Il primo volume intende fornire al valutatore gli strumenti necessari per costruire una solida e completa base informativa nel contesto di valutazione tipico di una PMI che ha intrapreso un percorso di sostenibilità, che però non è stato considerato e adeguatamente esplicitato nella costruzione del PEF⁶.

In caso di assenza del Piano aziendale e delle conseguenti proiezioni economico finanziarie, sarà onere del valutatore *in primis*, richiamarsi alle ordinarie pratiche e prassi valutative in contesti aziendali privi di tale documento che, in questa fattispecie, dovranno essere ulteriormente integrate da una valutazione sensibilizzata ai fattori ESG come verrà in seguito meglio precisato.

1.2.3. Applicazioni pratiche per il valutatore

All'interno di questo volume, viene proposto un supporto concreto al valutatore, focalizzato sui processi di raccolta delle informazioni cruciali per avviare le attività di valutazione d'azienda.

Si tratta in sostanza di una serie di proposte operative, sviluppate per ciascuna delle tre componenti - Environment, Social e Governance - che si focalizzano sulle principali attività di raccolta di informazioni e documenti ESG, fornendo al valutatore un esempio che possa costituire un punto di riferimento pratico e un valido supporto per guidarlo nell'applicazione concreta delle metodologie di costruzione della base informativa. In tal modo, miriamo a trasformare la teoria in azione, offrendo un percorso

⁶ Molto più complesso sarà il contesto valutativo in cui la PMI dispone di limitata informazione prospettica.

pragmatico attraverso il complesso territorio della raccolta informativa ESG nella valutazione aziendale.

Questo volume stabilisce le fondamenta su cui poggiare la valutazione d'azienda alla luce delle recenti evoluzioni gestionali nell'ottica ESG, dotando il valutatore delle competenze necessarie per iniziare un percorso di analisi che integri i principi di sostenibilità in maniera sistematica e approfondita. Con queste basi, i valutatori saranno meglio equipaggiati per affrontare le sfide in cui è disponibile un'informazione prospettica "tradizionale" (che non esplicita e considera gli effetti del percorso di sostenibilità intrapreso dalla PMI)⁷, trasformandole in opportunità per una valutazione che sia contemporaneamente completa, conforme e consapevole delle dinamiche degli attuali paradigmi di sostenibilità.

Attraverso il percorso delineato, il valutatore potrà non solo comprendere la metodologia di integrazione dei dati ESG ma anche applicarla, promuovendo una prassi valutativa che rispecchi gli imperativi di un'economia sempre più attenta alla sostenibilità e alla responsabilità sociale d'impresa.

Si deve rilevare a tale riguardo che, come brevemente indicato anche dall'International Valuation Standards Council (IVSC), emerge con evidenza che non tutti i fattori ESG devono essere considerati dal valutatore ai fini della propria attività estimativa: spetta all'esperto considerare quali possono avere un impatto in termini di valutazione.

Vari possono essere, peraltro, i fattori a tal fine presi in considerazione. In proposito, un utile punto di partenza può essere rappresentato dalle previsioni della già ricordata direttiva (UE) 2022/2464 ("CSRD")⁸. Tale direttiva prevede, infatti, che le imprese che ricadono nel perimetro applicativo della direttiva stessa devono pubblicare le informazioni necessarie alla comprensione:

⁷ Profilo rilevante, non trattato in questo documento, è come dovrà necessariamente essere adeguato il processo di analisi che il valutatore dovrà condurre – quando richiesto dalla tipologia di incarico di valutazione - per esprimersi sulla ragionevolezza di un PEF che consideri ed espliciti gli effetti delle azioni strategiche e operative finalizzate ad obiettivi di sostenibilità.

⁸ La CSRD modifica la direttiva 2013/34/UE andando a sostituire in molti punti la disciplina introdotta dalla direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014 (c.d. "Non-financial Reporting Directive" o, in breve, "NFRD"). L'eterogeneità dei soggetti nei confronti dei quali si applicano le disposizioni della CSRD ha, peraltro, indotto il Legislatore UE a introdurre anche un regime "differenziato" di applicazione delle disposizioni stesse. Per quanto concerne i principali cambiamenti derivanti dalla transizione dalla disciplina dettata con riferimento alla "rendicontazione non finanziaria" (NFRD) alla regolamentazione relativa alla rendicontazione di sostenibilità (CSRD), nel documento "Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI" pubblicato l'8 marzo 2024 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, p. 21 e ss., si sottolinea come possono essere in particolare evidenziati:

- a. "l'estensione degli obblighi a tutte le società, le banche e le assicurazioni di grandi dimensioni, prescindendo dalla rilevanza pubblica nella qualità di emittenti, alle PMI quotate (eccetto le microimprese quotate) e alle imprese di Paesi terzi con determinati limiti e/o filiali o succursali in UE; le categorie di imprese sono individuate secondo i parametri dell'Accounting Directive 2013/34/EU;
- b. introduzione di un unico standard di rendicontazione: per garantire una maggiore comparabilità tra le rendicontazioni le imprese devono applicare gli European Sustainability Reporting Standard (ESRS); il 31 luglio 2023 la Commissione ha adottato l'atto delegato (nella forma di regolamento) con la versione finale degli ESRS Set 1 predisposti dall'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG);

- i) dell'impatto dell'impresa sulle "questioni di sostenibilità";
- ii) del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione⁹.

Per "questioni di sostenibilità" si intendono "fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di *governance*, compresi i fattori di sostenibilità definiti all'articolo 2, punto 24), del regolamento (UE) 2019/2088"¹⁰, il quale vi ricomprende anche le problematiche concernenti il personale e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva. In base alle precisazioni contenute sia nei Considerando della CSRD e negli ESRS¹¹, è poi possibile individuare quali aspetti possono rilevare in relazione ai singoli fattori ambientali, sociali e di *governance*.

Più precisamente, tenuto conto di quanto previsto dal regolamento (UE) 2020/852 (c.d. **Regolamento tassonomia**), con riferimento ai fattori ambientali possono assumere rilevanza:

- i) la mitigazione dei cambiamenti climatici, anche per quanto riguarda le emissioni di gas a effetto serra nell'ambito 1, nell'ambito 2 e, ove opportuno, nell'ambito 3¹²;

-
- c. responsabilità per gli organi di amministrazione, gestione e controllo: devono garantire che l'impresa comunichi le informazioni nella relazione sulla gestione secondo gli standard europei di sustainability reporting (ESRS) e nel formato digitale richiesto dalla stessa direttiva;
 - d. eliminazione della possibilità di predisporre una relazione separata: le informazioni devono essere fornite in una sezione dedicata della relazione sulla gestione, con una riduzione dei "gradi di libertà" degli organi di amministrazione nel gestire due tipologie di rendicontazione un tempo autonome e distinte, integrando la seconda (il sustainability reporting) formalmente, oltre che effettivamente, nella prima (il financial reporting);
 - e. indicazione delle informazioni sui fattori di governance puntualizzate negli ESRS;
 - f. estensione della rendicontazione alla value chain: la disclosure non è più limitata ai rischi connessi ai driver genericamente considerati della NFRD rispetto alla supply chain, ma è estesa ai vari aspetti del processo di valorizzazione economica: dal business model alle strategie, dai target alla governance, dalle attività di due diligence inerenti ai "sustainability matters" agli impatti avversi (rischi), anche potenziali, dalla value chain e alle relative azioni di mitigazione: in breve, la quasi totalità delle informazioni oggetto di rendicontazione obbligatoria;
 - g. introduzione dell'obbligo di certificazione di conformità dell'informativa sulla sostenibilità: tale previsione (peraltro già presente nella normativa italiana ex d.lgs. 254/2016 di recepimento dalla NFRD, che in questo senso includeva solo una "previsione opzionale") si realizza con lo svolgimento di attività di limited e, poi, di reasonable assurance, con implicazioni dirette sugli ambiti di responsabilità degli organi aziendali;
 - h. significative modifiche all'oggetto della rendicontazione, con nuove sponde di responsabilità per gli organi di amministrazione e controllo e implicazioni con aspetti di governance: maggior dettaglio delle informazioni da divulgare (intangibile, business model, strategia e piani per la transizione verso un'economia sostenibile), ruolo di "administrative, management and supervisory bodies" in merito ai fattori ESG e "relevant indicators" (NB: non più solo "relevant key performance indicators"), informazioni rispetto alla supply chain estesa a tutti gli aspetti del processo, dal business model alle strategie, ai rischi ecc.;
 - i. formato in cui diffondere le informazioni: la CSRD specifica la tecnologia da utilizzarsi per la redazione della relazione sulla gestione al fine di agevolare la lettura e la comprensione delle relazioni, mediante i codici che possono essere acquisiti ed elaborati tramite specifici vocabolari (tassonomie XBRL) da qualsiasi dispositivo informatico programmato per tali compiti: l'articolo 29 quinquies ha previsto che "...le imprese soggette all'articolo 19 bis redigono il bilancio e la relazione sulla gestione in un formato elettronico unico di comunicazione..." ESEF (Formato elettronico unico europeo), a cui dovrà obbligatoriamente seguire la marcatura iXBRL".

⁹ Articolo 19-bis, paragrafo 1, della direttiva 2013/34/UE, così come modificato dall'articolo 1, n. 4), della CSRD.

¹⁰ Articolo 2, punto 17), della direttiva 2013/34/UE, introdotto dall'articolo 1, n. 2), lettera b), della CSRD.

¹¹ Si veda, per un approfondimento, l'elenco dell'ESRS 1, Prescrizioni generali, Appendice A, RA16, Questioni di sostenibilità contemplate in ESRS tematici.

¹² Secondo quanto precisato nel documento intitolato "A Corporate Accounting and Reporting Standard", predisposto nel quadro della *Greenhouse Gas Protocol Initiative*:

- ii) l'adattamento ai cambiamenti climatici;
- iii) le risorse idriche e marine;
- iv) l'uso delle risorse e l'economia circolare;
- v) l'inquinamento;
- vi) la biodiversità e gli ecosistemi.

Per quanto concerne, invece, i fattori *sociali* e in materia di diritti umani vanno considerati:

- i) la parità di trattamento e le pari opportunità per tutti, comprese la parità di genere e la parità di retribuzione per un lavoro di pari valore, la formazione e lo sviluppo delle competenze, l'occupazione e l'inclusione delle persone con disabilità, le misure contro la violenza e le molestie sul luogo di lavoro, e la diversità;
- ii) le condizioni di lavoro, compresi l'occupazione sicura, l'orario di lavoro, i salari adeguati, il dialogo sociale, la libertà di associazione, l'esistenza di comitati aziendali, la contrattazione collettiva, inclusa la percentuale di lavoratori interessati da contratti collettivi, i diritti di informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori, l'equilibrio tra vita professionale e vita privata, la salute e la sicurezza;
- iii) il rispetto dei diritti umani, delle libertà fondamentali, delle norme e dei principi democratici stabiliti nella Carta internazionale dei diritti dell'uomo e in altre convenzioni fondamentali delle Nazioni Unite in materia di diritti umani, compresa la convenzione delle Nazioni Unite sui diritti delle persone con disabilità, nella dichiarazione delle Nazioni Unite sui diritti dei popoli indigeni, nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro, nelle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro, nella convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, nella Carta sociale europea e nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.

Relativamente, infine, ai fattori di *governance* sono da considerare:

-
- l'ambito 1 (Scope 1) riguarda le emissioni dirette di gas a effetto serra [greenhouse gases (GHG)], ossia le emissioni derivanti da "from sources that are owned or controlled by the company, for example, emissions from combustion in owned or controlled boilers, furnaces, vehicles, etc.; emissions from chemical production in owned or controlled process equipment", con la duplice precisazione che "Direct CO2 emissions from the combustion of biomass shall not be included in scope 1" e che "GHG emissions not covered by the Kyoto Protocol, e.g. CFCs, NOx, etc. shall not be included in scope 1";
 - l'ambito 2 (Scope 2) riguarda le emissioni indirette di greenhouse gases che derivano dalla generazione di energia elettrica acquistata ["GHG emissions from the generation of purchased electricity", dove "(p)urchased electricity is defined as electricity that is purchased or otherwise brought into the organizational boundary of the company. Scope 2 emissions physically occur at the facility where electricity is generated"];
 - l'ambito 3 (Scope 3) riguarda le altre emissioni indirette di greenhouse gases (Other indirect GHG emissions), con la precisazione che "Scope 3 emissions are a consequence of the activities of the company, but occur from sources not owned or controlled by the company. Some examples of scope 3 activities are extraction and production of purchased materials; transportation of purchased fuels; and use of sold products and services".

Il quarantasettesimo Considerando della CSRD precisa, inoltre, che per quanto riguarda le emissioni dell'ambito 3 "una delle priorità per gli utenti è ricevere informazioni su quali categorie dell'ambito 3 sono significative nel caso dell'impresa e sulle emissioni in ciascuna di tali categorie dell'ambito 3. I principi di rendicontazione di sostenibilità dovrebbero pertanto specificare le informazioni che le imprese devono comunicare in relazione a tali fattori".

- i) il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità e la loro composizione, nonché le loro competenze e capacità in relazione allo svolgimento del ruolo o l'accesso di tali organi a questo tipo di competenze e capacità;
- ii) le caratteristiche principali dei sistemi interni di controllo e gestione del rischio dell'impresa, in relazione alla rendicontazione di sostenibilità e al processo decisionale;
- iii) l'etica aziendale e la cultura d'impresa, compresi la lotta contro la corruzione attiva e passiva, la protezione degli informatori e il benessere degli animali;
- iv) le attività e gli impegni dell'impresa relativi all'esercizio della sua influenza politica, comprese le attività di *lobbying*;
- v) la gestione e la qualità dei rapporti con i clienti, i fornitori e le comunità interessate dalle attività dell'impresa, comprese le prassi di pagamento, in particolare per quanto riguarda i ritardi di pagamento alle piccole e medie imprese.

Sempre allo scopo di individuare quali fattori ESG possono – direttamente o indirettamente – riflettersi sulle variabili finanziarie di un'impresa, spunti interessanti possono essere forniti, oltre che dagli *European Sustainability Reporting Standard* (ESRS) adottati dalla Commissione in attuazione della CSRD, anche da altri standard e linee guide emanati da primarie e riconosciute organizzazioni di rendicontazione di sostenibilità. Fermo restando che, in ogni caso, in tale individuazione vanno tenute presenti anche le specificità della singola realtà oggetto di valutazione¹³.

Si deve, peraltro, evidenziare che gli elementi che sono oggetto di informativa di sostenibilità da parte delle società sono solitamente quei fattori ritenuti rilevanti (*material*), in quanto capaci di produrre un impatto sulla comunità di riferimento (rilevanza dell'impatto) o in quanto potenzialmente in grado di avere effetti rilevanti sulla posizione patrimoniale-finanziaria e sulle performance economiche, e quindi sulla gestione aziendale (rilevanza finanziaria). I concetti di rilevanza di impatto e di rilevanza finanziaria sono definiti nell'ESRS 1. In base all'approccio della CSRD occorre rendicontare gli elementi di sostenibilità che risultano rilevanti in una o entrambe le richiamate prospettive.

Tabella 1 – Definizioni adottate dall'Unione Europea con riferimento alla rilevanza (*materiality*)

Doppia Rilevanza

La **doppia rilevanza** ha due dimensioni: la **rilevanza dell'impatto** e la **rilevanza finanziaria**. Una questione di sostenibilità soddisfa il criterio della **doppia rilevanza** se è rilevante da un punto di vista dell'impatto, da un punto di vista finanziario, o da entrambi i punti di vista.

Rilevanza

Una questione di sostenibilità è rilevante se risponde alla definizione di **rilevanza dell'impatto**, a quella di **rilevanza finanziaria** o a entrambe.

¹³ Per un primo elenco di quelli che potrebbero essere i fattori ESG da considerare si veda il Capitolo 5).

Rilevanza dell'impatto

Una questione di sostenibilità è rilevante dal punto di vista dell'impatto quando riguarda gli **impatti** rilevanti dell'impresa, negativi o positivi, effettivi o potenziali, sulle persone o sull'ambiente nel breve, medio o lungo periodo. Una questione di sostenibilità rilevante dal punto di vista dell'impatto comprende gli **impatti** connessi alle attività proprie dell'impresa e alla **catena del valore** a monte e a valle, anche attraverso i suoi prodotti e servizi e i suoi **rapporti commerciali**.

Rilevanza finanziaria

Una questione di sostenibilità può essere rilevante da un punto di vista finanziario se genera **rischi** od **opportunità** che incidono o di cui si può ragionevolmente prevedere che incidano sulla situazione patrimoniale-finanziaria, sul risultato economico e sui flussi finanziari dell'impresa, sull'accesso ai finanziamenti o sul costo del capitale nel breve, medio o lungo periodo.

È, inoltre, opportuno precisare che la presente Guida opera una distinzione anche tra fattori ESG “significativi” (per la valutazione d'azienda) e fattori ESG “non significativi” (per la valutazione d'azienda).

I primi (fattori “significativi”) sono rappresentati da quell'insieme di elementi che possono incidere nella stima del complesso economico, in quanto ritenuti in grado di poter aggiungere o ridurre una componente di valore che non sarebbe altrimenti valorizzata, laddove i predetti fattori non fossero considerati. Sono, invece, fattori ESG “non significativi” quelli che si ritiene non siano in grado incidere nella stima del complesso economico.

Ciò precisato, si rileva che i fattori ESG possono essere evincibili – laddove disponibile – in primo luogo dall'eventuale *disclosure* di sostenibilità predisposto dall'impresa ai sensi della normativa vigente o, comunque, sulla base dei framework, linee guida e principali standard riconosciuti a livello internazionale,¹⁴. Altre informazioni potrebbero essere contenute nella relazione sulla gestione¹⁵ predisposta dall'organo amministrativo.

¹⁴ Si vedano, ad esempio, oltre i già più volte menzionati ESRS, anche i *sustainability reporting standards* della Global Reporting Initiative (GRI), gli *IFRS Sustainability Disclosure Standards* emanati dall'International Sustainability Standards Board (ISSB), gli *standards* del Sustainability Accounting Standards Board (SASB) o il Framework dell'*International Integrated Reporting Council* (IIRC).

¹⁵ Nella Tabella 1 viene riportata una *check list* volta a consentire all'esperto valutatore di individuare se la società oggetto di valutazione ha predisposto documenti che possono essere utili ai fini dell'acquisizione di informazioni sulle tematiche ESG.



Laddove l'azienda oggetto di valutazione non abbia predisposto alcun report di sostenibilità, informazioni utili al fine di individuare i fattori ESG rilevanti dovrebbero essere raccolte direttamente dall'impresa, nonché facendo ricorso a banche dati o ad altri strumenti di consultazione e ricerca¹⁶. Spetterà all'esperto valutatore verificare anche la qualità delle informazioni e dei dati disponibili¹⁷ e identificare quali fattori ESG, tra quelli conosciuti e ragionevolmente conoscibili anche attraverso l'analisi fondamentale, possono avere un riflesso in termini valutativi ed essere, pertanto, considerati "significativi".

¹⁶ Nell'allegato XL del regolamento di esecuzione (UE) 2021/637 della Commissione del 15 marzo 2021 si menzionano, ad esempio, con riferimento alle aree geografiche esposte a pericoli connessi con i cambiamenti climatici, le seguenti fonti: GFDRR — ThinkHazard (ondate di calore, scarsità d'acqua e stress idrico, inondazioni, incendi boschivi, uragani, frane); PREP — PREPdata (inondazioni costiere, calore estremo, frane, scarsità d'acqua e stress idrico, incendi boschivi); WRI — Aqueduct Water Risk Atlas (inondazioni, inondazioni costiere, scarsità d'acqua e stress idrico); Swiss Re — CatNet® (inondazioni, cicloni tropicali - uragani e tifoni -, incendi boschivi); Banca mondiale — Climate Change Knowledge Portal (calore estremo, precipitazioni estreme, siccità); PCA — Global Drought Risk Platform (siccità); NOAA — Historical Hurricane Tracks (cicloni tropicali - uragani e tifoni).

¹⁷ Anche al fine di consentire all'esperto di valutare la qualità ed esaustività delle informazioni sulle tematiche ESG pubblicate o fornite dalla società è stata predisposta una *check list* che dovrebbe consentire di acquisire informazioni sul sistema di *governance* adottato dalla società oggetto di valutazione per quanto concerne i fattori ESG (cfr. Capitolo 5).

Capitolo 2 - La dottrina in materia di valutazione d'azienda e fattori ESG (cenni)

2.1. Le prospettive di studio

La dottrina si è occupata inizialmente di quanto la sensibilità aziendale verso il cambiamento climatico possa influenzare il suo valore e, successivamente, lo sguardo si è allargato alla dimensione sociale e di governo. Preliminarmente è utile riportare le nozioni E, S e G cui si fa normalmente riferimento:

- Dimensione ambientale (E) attiene alla riduzione dell'impatto ambientale, ovvero alla riduzione del consumo di capitale naturale, causato dall'attività economica. Per accertare la sensibilità del target verso E si può verificare se essa rispetta interamente il quadro normativo e regolamentare in materia. A ciò si aggiunge la considerazione di iniziative proprie, su base volontaria, tese alla riduzione di tale impatto. Esempi di problematiche in tal senso sono rappresentate dall'esaurimento delle risorse naturali, dall'emissione di carbonio, dall'inquinamento dell'aria e dell'acqua, dall'efficienza energetica e dal cambiamento climatico
- Dimensione sociale (S) riguarda il trattamento equo degli stakeholder di stretto riferimento e il rispetto del sistema sociale in cui si opera. A titolo illustrativo riguarda l'investimento in capitale umano, l'attenzione alle condizioni di lavoro, la relazione con la comunità e il rispetto dei diritti umani.
- Dimensione di governo e condotta (G) è relativa all'etica aziendale, con particolare riferimento alla trasparenza e integrità di comportamento e al funzionamento efficace degli organi di direzione. Questioni in questo campo sono rappresentate, ad esempio, dal rispetto delle politiche di diversità nella composizione degli organi di amministrazione, dalla presenza di consiglieri indipendenti e dalle modalità di remunerazione dei dirigenti.

Gli esiti delle ricerche possono essere classificati secondo due grandi prospettive: ottica dell'investitore e ottica dell'azienda.

Per gli investitori la domanda di fondo è come influiscono le pratiche ESG sul rendimento atteso e come si possono definire i criteri di allocazione del portafoglio in presenza di aziende che dimostrano sensibilità e stati di avanzamento progettuali diversi. Una sensibilità ESG comporta la considerazione di quali costi ambientali e sociali vengono prodotti dall'attività e di come l'azienda si pone rispetto a questo problema. Gli stati di avanzamento progettuali si riferiscono alle politiche adottate per ridurre i costi ambientali e sociali, alla durata degli investimenti e al loro periodo di recupero, nonché ai rischi che ne possono compromettere l'efficacia. Un'altra domanda riguarda come il punteggio ESG influenza il prezzo delle azioni e se tale punteggio coglie gli aspetti di rischio a breve o a lungo termine.

Il punto di vista dell'azienda consiste nel comprendere quali sono le strategie migliori per la dimensione ESG, come attuarle, quali forma di responsabilità associarci (*ESG accountability*), come misurare i risultati raggiunti e quale influenza i risultati possono avere sulla creazione di valore.

Sotto entrambi i profili si pone il tema della misurazione delle pratiche ESG sui flussi di risultato e sul rischio aziendale. Per rispondere a queste domande la dottrina, sotto il profilo metodologico, ha studiato la relazione che esiste tra l'attribuzione di un punteggio tramite un sistema di indicatori (*ESG Scoring*) e il valore aziendale. I problemi connessi con questo approccio sono sostanzialmente due: a) lo scoring viene effettuato solo in presenza di relazioni sulla sostenibilità pubblicate dalle aziende e solo una ristretta minoranza di aziende sono soggette a questo obbligo; b) l'attribuzione di punteggi è effettuato da agenzie specializzate che impiegano modelli propri con esiti spesso significativamente diversi.

2.2. Il sistema di misurazione delle pratiche ESG

La scelta degli indicatori e dei livelli di riferimento è assistita da iniziative promosse dalle principali istituzioni politiche e finanziarie come Unione Europea, Stati Uniti, Nazioni Unite, Nasdaq, ISSB.

Gli operatori – regolatori, investitori, agenzie di rating – hanno bisogno di informazioni e si pone il problema di come renderle uniformi e veicolarle, assunto che le informazioni non finanziarie vanno collegate a quelle finanziarie e che la relazione di sostenibilità deve essere sincronizzata con il bilancio. Al momento si nota una distanza marcata tra la platea tenuta alla redazione del report di sostenibilità – platea che si andrà via via allargando ma rappresenta comunque una ristretta minoranza – e le aziende che possono farlo su base volontaria.

Le imprese non tenute al report di sostenibilità possono dare informazioni di carattere non finanziario nella nota integrativa, nella relazione sulla gestione o, se si tratta di società benefit, nella relazione d'impatto. In aggiunta, il sistema finanziario ha iniziato a richiedere una serie di dati ESG, quali le quantità di gas serra emessi (GHG), i consumi energetici, l'impiego di fonti rinnovabili, le quantità di rifiuti generati e di prelievi idrici, il tasso di frequenza di infortuni sul lavoro, le misure di welfare adottate, la presenza di certificazioni sociali, la percentuale di donne nei ruoli chiave, l'adesione ad associazioni o enti che promuovono iniziative per lo sviluppo sostenibile, la disponibilità di certificazioni di buone condotte di governo, le azioni attuate nella verifica di sostenibilità dei fornitori (si veda anche paragrafo 4.1.3).

I fornitori di rating ESG utilizzano metodologie diverse e la divergenza nel valutare le pratiche può creare problemi interpretativi e comparativi. Questo livello di divergenza non si osserva quando le agenzie emettono un rating del debito, assunta una maggiore uniformità nei parametri valutativi. Ciò comporta la necessità di consolidare metriche concordate, in modo da evitare che il medesimo target possa ricevere punteggi ESG significativamente diversi da distinte agenzie di rating.

2.3. L'impatto sui flussi

McKinsey (2019)¹⁸ evidenzia cinque possibili collegamenti tra fattori ESG e flussi di cassa: crescita del fatturato; riduzione dei costi; snellimento delle pratiche amministrative e legali; miglioramento della produttività; ottimizzazione degli investimenti operativi.

La crescita del fatturato può derivare dalla creazione di nuovi prodotti che rispondono a bisogni sociali emergenti o aprono segmenti di clientela attualmente non serviti, ad esempio guidando le preferenze dei consumatori e rendendoli propensi a pagare prezzi più alti per usufruire di prodotti/servizi sostenibili. L'integrazione dei criteri ESG nella strategia può aiutare a ridurre le spese operative, ad esempio la riduzione del costo delle materie prime o delle spese per energia. Le buone pratiche ESG possono consentire la riduzione di azioni governative avverse e ingenerare il sostegno da parte dell'amministrazione pubblica. Ulteriormente, una solida proposta ESG può aiutare a trattenere dipendenti validi in azienda e migliorare la motivazione degli stessi. A sostegno di questa tesi, è stato rilevato come una maggiore soddisfazione dei dipendenti è positivamente correlata ai rendimenti degli azionisti. Infine, una forte attenzione ai fattori ESG può migliorare i rendimenti in quanto il capitale sarà allocato in opportunità più sostenibili e promettenti.

I rischi connessi alle pratiche ESG impattano sulla previsione dei flussi di reddito e di cassa previsti. Ad esempio, un investimento in energia rinnovabile può creare risparmi sui costi energetici annuali, ma l'entità del risparmio deve essere misurata in funzione del rischio specifico del fattore considerato, in modulo e tempi di realizzazione. Ad esempio, al risparmio energetico può essere attribuito un rischio più basso rispetto a quello associabile ad altri benefici provenienti dal medesimo investimento, come l'incremento delle vendite derivabili dal favore per l'acquisto di prodotti a basse emissioni.

In questo senso la dottrina distingue tra rischi a breve e rischi a lungo, evidenziando che, in caso di buone pratiche ESG, i primi sono più alti. La motivazione su cui si basa questa tesi è che la relazione tra performance finanziaria e intensità ESG è a forma di U, con una fase iniziale di alti costi di implementazione, seguita da una fase in cui si vedono i primi benefici, una fase di crescita dei benefici e graduale riduzione dei costi, una fase di consolidamento dei benefici in via sistemica. La strategia per ottenere i maggiori vantaggi dall'inclusione dei fattori ambientali, sociali e di governance nei processi di investimento è data, quindi, da una loro completa integrazione. Questa tesi suggerisce che, se le aziende rimangono bloccate nel primo step di inclusione dei fattori ESG, l'investimento, anche se responsabile, può portare a benefici inferiori ai costi sostenuti per l'implementazione.

Secondo IVSC (2021)¹⁹ il valore creato dai fattori ESG ha caratteristiche simili al ritorno degli investimenti in beni immateriali, con caratteristiche di sedimentazione ossia di crescita cumulata.

¹⁸ <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx>

¹⁹ <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2021/09/Perspectivespaper-AFrameworktoAssessESGValueCreation.pdf>

2.4. L'impatto sul rischio sistemico

La dottrina si è chiesta se un investitore può aspettarsi rendimenti diversi per compensare i rischi ESG. Da una prospettiva di rischio sistemico, basata sul modello CAPM o modelli simili di stima dei rischi, la risposta non è chiara. Alcune ricerche sostengono che l'ESG sia una fonte di rischio sistemico e quindi che dovrebbe avere un impatto corrispondente sul costo del capitale, mentre altre concludono che le buone pratiche ESG costituiscono una forma di riduzione del rischio sistemico.

Sotto il profilo dell'investitore, sono stati comparati i risultati di portafogli composti (paese, rating MSCI ESG, settore) (Kroll, 2023)²⁰. I rendimenti associati a questi portafogli sono stati utilizzati per calcolare il rischio sistemico di un titolo, ossia il suo Beta, quale tendenza delle variazioni di prezzo del titolo a correlarsi con le variazioni di uno specifico benchmark. Nel periodo esaminato (2013-2021), i portafogli globali di società con rating ESG più elevato hanno mostrato un rendimento annuo composto maggiore di quello di portafogli di società con rating peggiore. Questa relazione è generalmente valida per le principali regioni geografiche e per la maggior parte dei settori, ad eccezione dei beni di consumo e dell'assistenza sanitaria.

La riduzione del rischio sistemico è spiegata dal contenimento dei rischi non impliciti nei flussi, quali il rischio normativo, il rischio della catena di fornitura, il rischio di contenzioso, il rischio reputazionale, il rischio fisico e lo stesso rischio di transizione.

In alcuni studi emerge come tendenzialmente gli investitori siano più influenzati negativamente da cattive pratiche ESG che positivamente da quelle buone. Alcuni studi dimostrano inoltre che la divulgazione di cattive pratiche ESG riduce significativamente il valore dell'azienda, mentre la divulgazione di buone pratiche lo aumenta ma con un'entità minore e in modo differenziato tra E, S e G. Ad esempio, è stato evidenziato che gli analisti, dopo aver appreso i dati sui livelli inaspettatamente elevati di inquinamento da parte di alcune aziende, hanno ridotto notevolmente le loro previsioni sia a breve che a lungo termine.

Dunn et al. (2018)²¹ sostengono che sia più plausibile che gli investimenti basati su criteri ESG influenzino il rischio piuttosto che i rendimenti attesi. In particolare, gli autori, dimostrano empiricamente che i titoli con le peggiori esposizioni ESG hanno una volatilità fino al 15% e beta fino al 3% più alti rispetto ai titoli con una informativa migliore in campo ESG.

2.5. L'impatto sul costo del debito

La ricerca tende ad evidenziare che i finanziatori applicano un tasso di interesse significativamente più elevato sui prestiti bancari emessi alle imprese soggette a preoccupazioni ambientali, dovute a trascuratezza dei fattori ESG.

²⁰ Kroll (2023), ESG and Global Investor Returns Study.

²¹ Dunn, J., Fitzgibbons, S., Pomorski, L., (2018). Assessing risk through environmental, social and governance exposures. *Journal of Investment Management*, 16 (1), 4-17.

In caso di buone pratiche la dottrina è meno concorde nell'evidenziare una relazione negativa tra le due variabili. Dal punto di vista della teoria dell'agenzia, una migliore divulgazione delle pratiche ESG ha il potenziale per ridurre il costo del debito di un'azienda, attenuando in modo significativo l'asimmetria informativa (Atan et al, 2018)²². Questo potrebbe portare a rating favorevoli e a una riduzione del rischio percepito dai finanziatori (Cheng et al., 2014)²³. Nel contesto della teoria degli stakeholder si prevede che la disclosure ESG possa rafforzare il rapporto dell'impresa con i suoi stakeholder, compresi i finanziatori. Questa relazione rafforzata può tradursi in un migliore accesso al debito a tassi favorevoli per le imprese con migliori punteggi ESGD (Hamrouni et al., 2019)²⁴.

Tuttavia, altri studi mostrano una correlazione positiva o assente tra buone performance ESG e costo del capitale di debito, perché i finanziatori terzi attribuiscono maggiore importanza al rating creditizio che alle performance ESG. In alcuni casi (Gonçalves, 2022)²⁵, i risultati indicano una relazione positiva tra il costo del debito e la sua *performance* di sostenibilità, vale a dire che alle imprese maggiormente responsabili sotto il profilo sociale sono applicati tassi di interesse più alti, suggerendo che i finanziatori percepiscono le attività di sostenibilità come uno spreco delle risorse di un'impresa.

2.6. E-S-G sono sullo stesso piano?

Attualmente è rilevato che il modo più diretto per aumentare il valore per gli azionisti è concentrarsi sugli obiettivi ambientali²⁶. Anche le iniziative sociali e di *governance* possono aumentare il valore, ad esempio migliorando la reputazione aziendale e riducendo i rischi, tuttavia il collegamento più diretto al valore aziendale è tramite gli sforzi ambientali. Le pratiche più incisive in tal senso sono rappresentate dalla decarbonizzazione e dalla riduzione dei rifiuti.

Crifo et al (2015)²⁷, studiando l'effetto della divulgazione delle performance ESG sulle decisioni di investimento e sulla valutazione aziendale, hanno rilevato un risultato asimmetrico: tra i fattori ESG, la dimensione di *governance* che si distingue per avere forti effetti quando è negativa e modestissimi effetti quando è positiva. La possibile spiegazione è data dal fatto che, durante la fase di acquisizione, gli operatori non attribuiscono alla buona condotta un differenziale positivo di prezzo, laddove ad un'azienda senza una buona condotta si attribuisce un rischio, e quindi uno sconto.

²² Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). *The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies*. Management of Environmental Quality: An International Journal, 29(2), 182-194.

²³ Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *Corporate social responsibility and access to finance*. Strategic Management Journal, 35(1), 1-23.

²⁴ Hamrouni, A., Boussaada, R., & Toumi, N. B. F. (2019). *Corporate social responsibility disclosure and debt financing*. Journal of Applied Accounting Research, 20(4), 394-415.

²⁵ Gonçalves, T. C., Dias, J., Barros, V., (2022). *Sustainability performance and the cost of capital*. International Journal of Financial Studies, 10(3), 63.

²⁶ KPMG (2022), <https://home.kpmg/us/en/home/insights/2022/06/2022-issue2-article1.html>

²⁷ Crifo, P., Forget, V. D., Teyssier, S., (2015). *The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors*. Journal of Corporate Finance, 30(C), 168-194.

Capitolo 3 - I principi di valutazione

3.1 Il ruolo dei principi di valutazione nell'ambito delle valutazioni d'azienda

I principi di valutazione nazionali (PIV, emanati dall'OIV) ed internazionali (IVS, emanati dall'IVSC) costituiscono un imprescindibile punto di riferimento per il valutatore: lo supportano nella definizione dell'architettura dell'impianto della stima e lo aiutano nello svolgimento delle fasi del processo di valutazione in funzione della tipologia di incarico, così consentendo un aumento della qualità e affidabilità delle valutazioni.

Illustrati sinteticamente nel precedente capitolo i risultati di studi e ricerche recenti in dottrina relativi ai riflessi dei fattori ESG sul valore d'azienda – contributi da cui non emerge la necessità di introdurre nuove metodologie di stima - è utile condurre una breve analisi delle indicazioni che forniscono gli IVS (nella loro versione in vigore da gennaio 2025), considerato che la versione attuale dei PIV (in corso di prossima revisione), ancora non affronta specificamente le tematiche ESG.

L'analisi è volta *in primis* ad individuare quali principi trattano esplicitamente come i fattori ESG incidono sulle valutazioni, per poi comprendere le specifiche attività che l'esperto potrà porre in essere nelle diverse fasi del processo di stima e dello sviluppo dei modelli di valutazione.

3.2 International Valuation Standards (IVS)

Come i PIV, anche gli IVS attualmente in vigore non trattano in maniera specifica l'impatto dei fattori ESG nella valutazione d'azienda. L'IVSC, peraltro, negli ultimi tempi ha affrontato la tematica ESG in alcuni documenti di studio e approfondimento²⁸.

Lo scorso dicembre 2023 - concluso il periodo di consultazione pubblica - lo *Standards Review Board* (SRB) dell'*International Valuation Standards Council* (IVSC) ha approvato la nuova versione degli IVS, applicabili dal **31 gennaio 2025**.

Per la prima volta, vengono introdotte nei nuovi IVS le tematiche ESG. L'IVSC lo fa senza introdurre nuovi modelli di stima dedicati a "catturare" tali aspetti. Come vedremo, infatti, si limita a prevedere attività dedicate che l'esperto dovrà condurre nel corso del processo di valutazione, in particolare in sede di determinazione dei parametri utilizzati per la stima.

²⁸ Perspectives Paper: ESG and Business Valuation, 03/2021, Perspectives Paper: A Framework to Assess ESG Value Creation, 05/2021, IVSC ESG Survey Results: Unlocking the Value of ESG, 04/2022.

Già nel Glossario ai principi (paragrafo 10.08), i **fattori ESG** vengono definiti come *“The criteria that together establish the framework for assessing the impact of the sustainability and ethical practices, financial performance or operations of a company, asset or liability.”* I tre pilastri (*Environmental, Social and Governance*) possono *“all of which may collectively impact performance, the wider markets and society”*.

Traduzione²⁹:

I criteri che congiuntamente definiscono il quadro di riferimento per valutare l'impatto delle politiche di un'impresa in tema di etica e di sostenibilità, il risultato economico o le attività operative di un'impresa, le sue attività o passività. I tre pilastri (Environmental, Social e Governance- ESG) possono insieme influire sulla performance, sui mercati in senso più ampio, e sulla società.

Nell'ambito dei **General Standard**³⁰ sono stati inseriti paragrafi specifici dedicati ai fattori ESG, di seguito oggetto di analisi.

Si tratta di:

1. IVS101 *Scope of Work*
2. IVS103 *Valuation Approaches*
3. IVS106 *Documentation and Reporting*

È stata infine introdotta al principio IVS104 *Data and Inputs*, un'appendice - rubricata *“Data and Inputs related to Environmental, Social and Governance factors”* – che costituisce un primo tentativo di inquadramento teorico ed applicativo su come considerare e trattare i fattori ESG nelle valutazioni.

Per una migliore comprensione dell'analisi che segue è inoltre utile premettere alcune definizioni contenute nel Glossario.

In particolare:

Valuer (10.39): *“an individual, group of individuals or individual within an entity, regardless of whether employed (internal) or engaged (contracted/external), possessing the necessary qualifications, ability and experience to execute a valuation in an objective, unbiased, ethical and competent manner. In some jurisdictions, licensing is required before one can act as a valuer”.*

Traduzione:

Esperto di valutazione (10.39): *un individuo, un gruppo di individui o un individuo all'interno di un'organizzazione, indipendentemente dal fatto che sia un dipendente (interno) o un collaboratore (a contratto/esterno), in possesso delle qualifiche, delle capacità e dell'esperienza necessarie per*

²⁹ Le traduzioni riportate nel testo sono state effettuate dall'Ufficio traduzioni del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

³⁰ I General Standard sono applicabili a tutte le valutazioni.



effettuare una valutazione in modo obiettivo, imparziale, etico e competente. In alcuni ordinamenti giuridici, è necessario ottenere una licenza prima di poter operare come esperto di valutazione.

Professional Skepticism (10.23): *“is an **attitude** that includes a questioning mind and critical assessment of valuation evidence”.*

Traduzione:

Scetticismo professionale (10.23): è un **atteggiamento** che comprende un approccio dubitativo e la valutazione critica delle evidenze alla base della valutazione.

Professional Judgement (10.22): *“the use of **accumulated knowledge and experience**, as well as critical reasoning, to make an informed decision”.*

Traduzione:

Giudizio professionale: l'uso delle **competenze ed esperienze accumulate**, nonché del ragionamento critico per assumere decisioni in modo consapevole.

Must (10.19): *“actions or procedures that are mandatory”.*

Traduzione:

l'uso del verbo “dovere” all'indicativo indica azioni o procedure obbligatorie.

Should (10.25): *“the valuer is expected to comply with requirements of this type unless the valuer can demonstrate that alternative actions are sufficient”.*

Traduzione:

l'uso del verbo “dovere” al condizionale indica che l'esperto di valutazione è tenuto a conformarsi a questa tipologia di regole, tranne laddove dimostri che le azioni alternative sono sufficienti.

Significant (10.26): *“any aspect of a valuation which, in the professional judgement of the valuer, greatly impacts the resultant value”.*

Traduzione:

qualsiasi aspetto di una valutazione che, secondo il giudizio professionale dell'esperto di valutazione, ha un forte impatto sul valore finale.

IVS 101-Scope of Work

Il principio IVS 101 al paragrafo 10.01 afferma che lo *“scope of work (sometimes referred to as terms or letter of engagement) describes the fundamental terms of a valuation or valuation review. These include but are not limited to the asset(s) and/or liability(ies) being valued, the intended use of the valuation and the responsibilities of parties involved in the valuation”.*

Traduzione:

l'oggetto dell'incarico (a volte indicato come termini o lettera di incarico) descrive i termini/condizioni fondamentali di una valutazione o del riesame di una valutazione. Queste includono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, le attività e/o le passività oggetto della valutazione, l'uso previsto della valutazione e le responsabilità delle parti coinvolte nella valutazione.

Al successivo paragrafo 20.01, nel descrivere i requisiti di una valutazione, specifica inoltre che lo *“scope of work **must specify the following**”*, anche i fattori ESG e in particolare *“any requirements in relation to the consideration of **significant** environmental, social and governance factors”*.

Traduzione:

*l’oggetto dell’incarico **deve** specificare, tra gli altri, anche i fattori ESG e in particolare eventuali regole relative alla considerazione di fattori ESG **significativi**.*

Per la prima volta **l’IVSC quindi richiede (must) al valutatore, nella definizione scope of the work, di considerare anche i fattori ESG significativi** unitamente a tutti gli altri requisiti richiesti (oggetto di valutazione, data di valutazione, configurazione di valore, etc)

IVS 106-Documentation an Reporting

Nella definizione della base informativa non sono stati inseriti particolari riferimenti ai fattori ESG.

In ogni caso, il paragrafo 10.01 prevede che una valutazione *IVS compliant **deve (must)** “have sufficient documentation and reporting to describe and provide transparency to the intended user on the valuation approach(es), valuation methods, inputs, valuation models, professional judgement, and resultant value(s)”*

Traduzione:

*una valutazione conforme agli IVS **deve** disporre di una documentazione e rendicontazione sufficienti per descrivere e offrire chiarezza al potenziale utilizzatore della valutazione in merito all’approccio o agli approcci di valutazione, ai metodi input, e modelli di valutazione, al giudizio professionale e al valore (o valori) risultante.*

Il successivo paragrafo 10.04 evidenzia che *“Documentation must be maintained throughout the valuation and **must** describe the valuation and the basis of conclusions made. The level of documentation must at a minimum meet the requirements contained in IVS 106 Documentation and Reporting, section 20”*.

Traduzione:

*La documentazione deve essere conservata per tutta la durata della valutazione e **deve** descrivere la valutazione e gli elementi alla base delle conclusioni raggiunte. La documentazione deve essere ad un livello che soddisfi almeno le regole contenute nella sezione 20 dell’IVS 106 Documentation and Reporting.*

In merito ai contenuti minimi della relazione di valutazione (*reporting*), il paragrafo 30.06 (*must convey the following, at a minimum*) obbliga (*must*) il valutatore ad indicare *“(m) **significant** environmental, social and governance inputs used and considered”*.

Traduzione:

gli input significativi di tipo ambientale, sociale e di governance utilizzati e presi in considerazione

IVS 103- Valuation approaches

Gli IVS non introducono nuovi approcci valutativi ed il paragrafo 10.01 quindi conferma quelli già esistenti: *market approach, income approach and cost approach* senza richiedere eventuali variazioni dipendenti dai fattori ESG.

Il paragrafo 10.03 specifica che *“Each of these valuation approaches includes different, detailed methods of application (see IVS 103 Valuation Approaches, Appendix A10–A30)”*.

Traduzione:

Ciascuno di questi approcci di valutazione comprende metodi di applicazione diversi e dettagliati (confronta IVS 103 Approcci di Valutazione, Appendice A10–A30)

È in queste appendici che troviamo indicazioni specifiche su come catturare i fattori ESG rilevanti nelle valutazioni, in particolare nella scelta e costruzione dei parametri valutativi richiesti dai diversi modelli.

Market Approach

Nell'ambito del metodo delle transazioni comparabili il paragrafo A10.08 specifica che il valutatore *“**should** analyse and make adjustments for any **significant** differences between the comparable transactions and the subject asset. Examples of common differences that could warrant adjustments may include, but are not limited to: ... j) differences in ESG considerations”*.

Traduzione:

*il valutatore **dovrebbe** analizzare e apportare rettifiche per eventuali differenze **significant** tra le operazioni comparabili e l'attività valutata. Esempi di differenze comuni che potrebbero giustificare rettifiche possono includere, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: ... j) differenze nelle considerazioni relative ai fattori ESG.*

Nella scelta delle transazioni comparabili il valutatore dovrebbe (*should*) considerare tra le diverse caratteristiche indicate (dimensione, settore, etc) anche i fattori ESG, naturalmente qualora le ritenga significative ai fini della stima.

Anche per il metodo dei moltiplicatori di mercato il paragrafo A10.14 specifica che devono essere considerati i fattori ESG. Infatti, il valutatore dovrebbe (*should*) *“analyse and make adjustments for any material differences between the guideline publicly-traded comparables and the subject asset. Examples of common differences that could warrant adjustments may include, but are not limited to: ... h) differences in ESG considerations”*.

Traduzione:

***dovrebbe** analizzare e apportare rettifiche per eventuali differenze rilevanti tra le comparabili quotate e l'attività in oggetto. Esempi di differenze comuni che potrebbero giustificare rettifiche*

possono includere, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: ... h) differenze nelle considerazioni relative ai fattori ESG.

Income Approach

Nell'ambito del *Discounted Cash Flow* (DCF) il paragrafo A20.21 nel trattare della determinazione del *Terminal Value* specifica che il valutatore dovrebbe (*should*) considerare anche “*risks and opportunities associated with environmental, social, and governance characteristics of the subject asset*”.

Traduzione:

dovrebbe considerare *rischi e opportunità associati alle caratteristiche ambientali, sociali e di governance dell'attività in oggetto.*

Allo stesso modo il successivo paragrafo A20.37 specifica quanto alla costruzione del tasso di attualizzazione che “*While there are many ways to assess the risk of achieving the forecast cash flow, a non-exhaustive list of common procedures includes: ... g) consider the risks associated with environmental, social and governance **characteristics** of the subject asset*”.

Traduzione:

*Mentre esistono molti modi per valutare il rischio dell'incertezza sul conseguimento del flusso di cassa stimato, un elenco non esaustivo di procedure comuni include: ... g) considerare i rischi associati alle **caratteristiche** ambientali, sociali e di governance dell'attività in oggetto.*

Cost Approach

Nell'illustrare il concetto di *depreciation/obsolescence*, il paragrafo A30.21 specifica che “*Economic obsolescence may arise when external factors affect an individual asset or all the assets employed in a business and should be deducted after physical deterioration and functional obsolescence. For real estate, examples of economic obsolescence include but are not limited to: ... e) adverse changes in the environmental, social, and governance characteristics of the subject asset*”.

Traduzione:

L'obsolescenza economica può presentarsi quando fattori esterni influiscono su un singolo bene o su tutti i beni impiegati in un'azienda e dovrebbero essere dedotti dopo il deterioramento fisico e l'obsolescenza funzionale. Per il settore immobiliare, gli esempi di obsolescenza economica includono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo: ... e) cambiamenti sfavorevoli nelle caratteristiche di tipo ambientale, sociale e di governance del bene in oggetto.

Come è riscontrabile da quanto esposto, nei nuovi IVS non si rinvencono dunque particolari indicazioni operative in tema ESG; riportano solamente avvertenze di carattere generale, lasciando ampio spazio

al valutatore, nell'esercizio del proprio giudizio professionale, nell'individuare quali fattori ESG sono significativi nell'ambito della metodologia adottata.

IVS-104 Data and Inputs related to Environmental, Social and Governance factors: APPENDIX

L'IVSC, nell'appendice all'IVS 104 dedicato alla base informativa e agli *inputs* della stima, propone un primo "timido" inquadramento teorico e operativo per considerare i fattori ESG nella valutazione.

In primis, al valutatore è richiesto di comprendere (*should*) ed essere consapevole "*of relevant legislation and frameworks in relation to the environmental, social and governance factors impacting a valuation*".

Traduzione:

essere a conoscenza della legislazione e del quadro normativo rilevanti in relazione ai fattori ESG che impattano sulla valutazione.

Di conseguenza, oltre alle consuete competenze richieste per le valutazioni aziendali, il valutatore dovrà necessariamente possedere anche quelle relative alle tematiche ESG, a loro volta molto ampie (giuridiche, contabili, strategiche, operative, etc).

Il paragrafo A.10.01 ribadisce il concetto di rilevanza dei fattori ESG ai fini della valutazione "*The impact of **significant** ESG factors **should** be considered in determining the value of a company, asset or liability*"

Traduzione:

*L'impatto dei fattori ESG **significativi dovrebbe** essere considerato nel determinare il valore di un'azienda, di un'attività o di una passività.*

Il successivo paragrafo A.10.02 chiarisce che i fattori ESG potrebbero (*may*) avere un impatto sul giudizio di valore sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo e "***may pose risks or opportunities that should be considered***".

Traduzione:

***possono** comportare rischi o rappresentare opportunità di cui si dovrebbe tenere conto*

In linea con quanto già esposto in termini generali nelle premesse, il valutatore dovrà conoscere il modello di business e le azioni strategiche operative in tema ESG, le caratteristiche del settore in cui opera, anche in relazione ai fattori ESG, il contesto competitivo e l'intensità della concorrenza sui temi ESG; dovrà anche sviluppare un'attenta analisi dei rischi del modello di business e del correlato settore.

Riprendendo sostanzialmente quanto previsto dalla CSRD e dagli ESRS, i paragrafi A.10.03-04-05 forniscono anche un **elenco non tassativo dei principali fattori ESG che possono essere inclusi nella stima** (*may include*) suddividendoli come segue:



E – Environment

- a) air and water pollution;
- b) biodiversity;
- c) climate change (current and future risks);
- d) clean water and sanitation;
- e) carbon and other gas emissions;
- f) deforestation;
- g) natural disaster;
- h) resource efficiency (ie, energy, water and raw materials);
- i) waste management

Traduzione:

E – Ambiente

- a) inquinamento dell'aria e dell'acqua;
- b) biodiversità;
- c) cambiamento climatico (rischi presenti e futuri);
- d) acqua pulita e servizi igienico-sanitari;
- e) emissioni di carbonio e di altri gas;
- f) deforestazione;
- g) disastri naturali;
- h) efficienza nell'uso delle risorse (ossia, energia, acqua e materie prime);
- i) gestione dei rifiuti

S - Social

- a) community relations;
- b) conflict;
- c) customer satisfaction;
- d) data protection and privacy;
- e) development of human capital (health & education);
- f) employee engagement;
- g) gender equality and racial equality;
- h) good health and well being;
- i) human rights;
- j) working conditions;
- k) working environment.

Traduzione: S - Sociale

- a) relazioni con la comunità;
- b) conflitti/controversie;
- c) soddisfazione dei clienti;
- d) protezione dei dati e privacy;
- e) sviluppo del capitale umano (sanità e istruzione);
- f) coinvolgimento dei dipendenti;



- g) uguaglianza di genere e uguaglianza razziale;
- h) buona salute e benessere;
- i) diritti umani;
- j) condizioni di lavoro;
- k) ambiente di lavoro.

G - Governance

- a) audit committee structure;
- b) board diversity and structure;
- c) bribery and corruption;
- d) corporate governance;
- e) donations;
- f) ESG reporting standards and regulatory costs;
- g) executive remuneration;
- h) institutional strength;
- i) management succession planning;
- j) partnerships;
- k) political lobbying;
- l) rule of law;
- m) transparency;
- n) whistle-blower schemes.

Traduzione: G - Governance

- a) struttura del comitato per il controllo interno e la revisione;
- b) struttura e varietà della composizione del consiglio di amministrazione;
- c) corruzione attiva e passiva;
- d) governo societario;
- e) donazioni;
- f) principi di rendicontazione ESG e costi normativi;
- g) remunerazione dei dirigenti;
- h) forza istituzionale;
- i) pianificazione della successione nella direzione;
- j) partnership;
- k) attività di lobbying politica;
- l) stato di diritto;
- m) trasparenza;
- n) procedure per la segnalazione di irregolarità/violazioni (whistle-blowing).

È difficile definire una “mappa” generale dei fattori ESG, da cui partire per identificare quali di essi sono da considerare significativi per la stima.

Si potrebbe ad esempio fare riferimento ai fattori definiti dalla CSRD, per poi accertare se nell'azienda oggetto di stima sono presenti altre specificità legate ai fattori ESG da riflettere, sempre se significativi,

nel giudizio di valore (ad esempio elementi che incidono nell'apprezzamento del livello di rischio specifico della target).

Il paragrafo A10.06 definisce in tal senso il principio chiave che un valutatore dovrebbe applicare in ogni stima: “*ESG factors and the ESG regulatory environment **should** be considered in valuations to the extent that they are measurable and would be considered reasonable by the valuer applying professional judgement*”.

Traduzione:

Nelle valutazioni i fattori ESG e il contesto normativo ESG dovrebbero essere considerati nella misura in cui sono misurabili e sarebbero ritenuti ragionevoli dall'esperto di valutazione applicando il giudizio professionale.

Gli IVS contengono infine altri riferimenti ai fattori ESG in principi relativi ad altri oggetti di valutazione diversi dalle aziende; vengono riportati in nota per completezza di analisi³¹.

³¹ **IVS 300 Plant, Equipment and Infrastructure,**

100.06 Significant ESG factors associated with the value of an asset should be considered as part of the data and input selection process.

Traduzione: *100.06 I fattori ESG significativi associati al valore di un'attività dovrebbero essere considerati nell'ambito del processo di selezione dei dati e degli input.*

IVS 400 Real Property Interest

100.06 Significant ESG factors associated with the value of an asset should be considered as part of the data and input selection process.

Traduzione: *100.06 I fattori ESG significativi associati al valore di un'attività dovrebbero essere considerati nell'ambito del processo di selezione dei dati e degli input.*

IVS 410 Development Property

100.34 The following are examples of factors that should typically need to be considered in an assessment of the relative risks associated with the completion of a development project:

(f) changes in environmental, social and governance requirements in relation to the proposed development,

110.01 In the valuation of development property, it is necessary to establish the suitability of the real property in question for the proposed development. Some matters may be within the valuer's knowledge and experience but some may require information or reports from other specialists. Matters that typically need to be considered for specific investigation when undertaking a valuation of a development property before a project commences include:

(c) whether there are other non-financial obligations that need to be considered (political, environmental or social criteria),

120.06 Significant ESG factors associated with the value of an asset should be considered as part of the data and input selection process.

Traduzione: *100.34 Di seguito sono riportati alcuni esempi di fattori che in genere dovrebbero essere presi in considerazione in una valutazione dei rischi relativi associati al completamento di un progetto di sviluppo:*

(f) cambiamenti nei requisiti ambientali, sociali e di governance in relazione allo sviluppo proposto,

110.01 Nella valutazione dei progetti di sviluppo immobiliare, è necessario stabilire l'idoneità dell'immobile in questione per lo sviluppo proposto. Alcuni aspetti possono rientrare nella conoscenza e nell'esperienza dell'esperto di valutazione, ma altri possono richiedere informazioni o relazioni da parte di altri esperti. Le questioni che in genere devono essere prese in considerazione per un'indagine specifica quando si intraprende una valutazione di un progetto di sviluppo immobiliare prima

Considerazioni di sintesi

I nuovi IVS di recente approvati, in vigore dal 31 gennaio 2025, considerano i fattori ESG ai fini della valutazione d'azienda senza prevedere l'introduzione di nuovi approcci e/o metodi di stima.

Per trattarli adeguatamente nelle valutazioni d'azienda il valutatore deve acquisire nuove competenze sulle tematiche ESG, conoscenze che presentano profili di natura giuridica, contabile, strategica, etc. e risultano molto ampie.

I PIV oggi in vigore, in corso di revisione, non trattano al momento i fattori ESG.

Nei nuovi IVS l'IVSC si è "limitato" ad un primo inquadramento teorico operativo in cui, tra l'altro ha:

- a. introdotto il principio di **significatività** dei fattori ESG nella valutazione, che possono avere un impatto sia quantitativo sia qualitativo sulla stima;
- b. previsto che grazie al proprio giudizio professionale il valutatore dovrà individuare i fattori ESG rilevanti ai fini della stima, fattori misurabili e ritenuti ragionevoli;
- c. fornito indicazioni generali sui principali fattori ESG potenzialmente significativi;
- d. in presenza di altri fattori ESG significativi e misurabili, evidenziato la necessità di considerarli attraverso un'apposita analisi dei rischi relativi al modello di business, al settore di appartenenza e al contesto competitivo;
- e. introdotto specifiche attività che il valutatore deve condurre nella scelta e determinazione dei parametri valutativi da utilizzare nella stima (per il DCF e i moltiplicatori in particolare).

Spetta quindi al valutatore, attraverso le proprie competenze e conoscenze, dover considerare i fattori ESG nella valutazione attraverso l'esercizio del proprio giudizio professionale con ricorso ai principi di significatività, di misurabilità e di ragionevolezza indicati dagli IVS. Al valutatore viene così richiesta una conoscenza delle tematiche ESG funzionale alla valutazione d'azienda, dovendo comprendere come l'approccio di sostenibilità adottato e mantenuto dall'impresa si può riflettere sul suo valore.

Quanto al concetto di materialità, risulterà importante approfondire e conoscere la materialità di impatto e finanziaria sulla società target, che non sempre potrà essere disponibile (in particolare nei contesti di PMI non obbligate alla rendicontazione di sostenibilità).

dell'inizio di un progetto includono:(c) se vi sono altri obblighi non finanziari che devono essere presi in considerazione (criteri politici, ambientali o sociali),120.06 I fattori ESG significativi associati al valore di un'attività dovrebbero essere considerati nell'ambito del processo di selezione dei dati e degli input.



Capitolo 4 - I fattori ESG e il valore d'azienda: una prima proposta operativa

4.1 Quali connessioni dei fattori ESG al valore aziendale

4.1.1 Il quadro concettuale di riferimento in sintesi

Obiettivo di questo volume non è trattare compiutamente le connessioni tra fattori ESG e valore aziendale, bensì fornire un quadro introduttivo di riferimento per poterne analizzare i riflessi sulla prima fase del processo di stima, la costruzione della base informativa.

I fattori ESG stanno acquisendo sempre maggiore rilevanza nelle scelte strategiche delle imprese, con un conseguente impatto significativo anche sul loro valore.

In estrema sintesi il valore aziendale è funzione di tre pilastri: i flussi prospettici, i cui driver di valore influenzano in modo rilevante le performance aziendali, il rischio e la crescita, che costituiscono le leve del valore a disposizione del management per ottimizzare i driver di valore, mediante azioni e attività specifiche.

Occorre quindi chiedersi se e come i fattori ESG incidano sui pilastri del valore aziendale e quali ne siano gli effetti, di breve e lungo termine, a livello quantitativo e qualitativo; e farlo attraverso, tra l'altro, l'applicazione dell'analisi fondamentale nelle sue diverse fasi definite dai PIV (III.1.2).

In caso, ad esempio, di misurazione del valore aziendale con il criterio finanziario (Discounted Cash Flow), il valutatore dovrà porre massima attenzione nel comprendere le dinamiche dei flussi finanziari attesi - nel periodo di previsione esplicita da piano e a più lungo termine in sede di determinazione del terminal value - in relazione anche agli effetti delle azioni strategiche e operative poste in essere dall'azienda nel suo percorso previsto di sostenibilità.

I fattori ESG, infatti, possono avere effetto significativo sull'entità dei flussi finanziari e sulla loro distribuzione temporale, nel periodo di previsione esplicita così come nel lungo termine.

Sul fronte dei ricavi, ad esempio, si potrebbe beneficiare nei settori B2C di un premium price a fronte del maggiore impegno sociale e/o ambientale dell'impresa, oppure di un maggior bacino di clienti, più sensibili alle tematiche ambientali e sociali.

Sul lato dei costi, le iniziative ESG potrebbero contribuire a una riduzione degli scarti nella catena produttiva o al contenimento degli oneri di approvvigionamento di energia.

Non necessariamente le iniziative ESG generano comunque un effetto positivo sui flussi finanziari. È infatti possibile che il percorso di sostenibilità dell'azienda determini pure un incremento dei costi operativi e generali. Ad esempio, in situazioni di forte riduzione del panel di potenziali fornitori a

seguito dell'applicazione di criteri ESG di selezione oppure causa l'utilizzo di una tecnologia innovativa più sostenibile a livello ambientale, ma più onerosa.

Altro aspetto rilevante da considerare sono gli investimenti necessari all'adeguamento dei processi produttivi alle iniziative ESG, che spesso comportano una significativa riduzione dei flussi finanziari disponibili nel breve termine.

I fattori ESG possono poi avere un effetto significativo sulla determinazione dei tassi di attualizzazione. La loro implementazione, ad esempio, può determinarne una riduzione sia del costo del debito, rendendo meno oneroso il reperimento dagli istituti di credito delle risorse finanziarie a sostegno della propria attività, sia in termini di una minore dimensione del fattore beta, con impatto diretto sul costo del capitale di rischio.

Può, poi, accadere che il percorso di sostenibilità intrapreso da un'azienda si riveli "antieconomico" nel breve periodo - tanto da sembrare addirittura controproducente in termini di competitività quando si affrontano concorrenti ancora non sensibili ai temi ESG - ma con presumibili maggiori rendimenti attesi in una visione a lungo termine (il cui impatto in termini di valore può non essere facilmente misurabile).

È necessario quindi per il valutatore acquisire nuove competenze e conoscenze, che gli consentano correttamente di:

- impostare l'impianto della stima considerando anche i fattori ESG;
- integrare la base informativa con i documenti e le informazioni relative ai fattori ESG;
- applicare l'analisi fondamentale, adattandola così da consentirgli di esprimere un giudizio di ragionevolezza sull'informazione prospettica finanziaria e non;
 - i. per i possibili effetti dei fattori ESG nell'analisi dello scenario macroeconomico;
 - ii. per il "nuovo" modello di business e nuovi fattori di rischio legati ai fattori ESG nell'analisi strategica dell'azienda e del settore/contesto competitivo;
 - iii. per integrare il processo di analisi dell'informazione prospettica finanziaria e non finanziaria.
- adeguare di conseguenza anche il processo di selezione delle metodologie valutative di applicazione dei modelli di valutazione, per considerare adeguatamente i fattori ESG

Per comprendere le modalità di integrazione della base informativa relativa ai documenti e alle informazioni specifiche dei fattori ESG è importante preliminarmente conoscerne i profili principali delineati dai PIV.

4.1.2 La base informativa nei PIV

L'analisi, la costruzione e l'apprezzamento della base informativa rappresenta un momento cruciale di ogni stima, oltre ad essere la prima fase di un processo di valutazione adeguato.

I PIV dedicano otto principi alla base informativa, precisandone le caratteristiche e fornendo istruzioni operative a supporto dell'attività del valutatore (1.5.1-8).

Il PIV I.5.1 definisce innanzitutto le caratteristiche della base informativa e le attività di verifica che l'esperto è chiamato a compiere.

Precisa, infatti, che “[...] L'esperto deve dunque **precisare la base informativa di cui ha fatto uso e le eventuali limitazioni rilevate**. La base informativa deve risultare **ragionevolmente obiettiva e completa**. Un giudizio informato presuppone che l'esperto svolga un'analisi della base informativa a disposizione con il necessario **spirito critico** (*professional skepticism*). Un giudizio informato presuppone altresì che l'esperto non accetti incarichi per cui sia prevista una remunerazione incompatibile con i costi necessari a garantire la necessaria completezza di base informativa».

Nel valutare l'**obiettività** delle informazioni raccolte, l'esperto deve considerare la tipologia dell'incarico, la finalità della valutazione e la rilevanza dell'informazione sui risultati della stima. È necessario, poi, ricercare riscontri sull'indipendenza della fonte dell'informazione rispetto a committente e utilizzatore finale e sull'esistenza di asimmetria fra informazione privata e pubblica, oltre a verificare se l'informazione è di dominio pubblico. Se tali riscontri dovessero mancare, il valutatore dovrà illustrare e motivare le ragioni che giustificano comunque l'affidabilità della sua stima fondata su tali dati.

Il requisito di **completezza**³² della base informativa richiede anche che l'esperto acquisisca tutta l'informazione rilevante ragionevolmente reperibile **ad un costo coerente con la tipologia di incarico ricevuto, tenuto conto di una struttura organizzativa adeguata all'incarico**. Se i costi per una base informativa completa sono incompatibili con il compenso proposto per l'incarico, l'esperto lo deve rifiutare. Lo deve rifiutare anche se il tempo a sua disposizione per acquisire la base informativa necessaria non è adeguato.

Completata l'attività di raccolta e acquisizione degli *input* della base informativa, il valutatore deve analizzarli con spirito critico (*professional skepticism*) per giudicare se la base informativa è attendibile³³ e quindi utilizzabile per la valutazione³⁴. Deve verificarne l'adeguatezza rispetto alla tipologia di incarico, valutare la sua plausibilità in base ad esperienza professionale, conoscenze e buon senso, accertare che sia formata dai migliori elementi **ragionevolmente attendibili** alla data di valutazione ed

³² Un'informazione non è completa se è limitata in alcune sue componenti, come accade ad esempio per piani aziendali che contengono una previsione dei flussi di cassa o reddito ma non sviluppano la situazione patrimoniale dell'impresa. Una base informativa è incompleta, invece, quando mancano informazioni rilevanti per poter esprimere un giudizio informato di valore.

³³ L'esperto deve esercitare il suo spirito critico anche sui risultati dell'attività di altri specialisti utilizzati nella valutazione, con la verifica dell'impianto valutativo che lo specialista ha utilizzato, della credibilità e affidabilità delle informazioni utilizzate e del suo profilo di competenze. Deve anche verificare la coerenza della configurazione di valore e del criterio di valutazione utilizzati dallo specialista con quelli propri, oltre che degli altri parametri valutativi (prospettiva di valutazione, presupposto di valutazione in funzionamento o liquidazione e unità di valutazione).

³⁴ Se le limitazioni non sono rilevanti l'esperto deve esplicitarle nella propria relazione spiegando le ragioni per le quali ritiene il giudizio di valore comunque affidabile. Se invece sono rilevanti, dovrà dichiarare che il giudizio di valore non può essere una valutazione bensì un parere valutativo e precisare le informazioni alle quali non ha avuto accesso e le conseguenze sul risultato della stima. In presenza di limitazioni gravi, che non consentono di esprimere un parere valutativo, l'esperto dovrà rinunciare all'incarico.

individuare eventuali limitazioni, che possono essere non rilevanti, rilevanti o gravi in relazione all'affidabilità del risultato della stima.

Il principio I.5.7 richiede anche che l'attività di analisi della base informativa sia necessariamente **coerente** con la metodica valutativa scelta, la configurazione di valore ricercata e la finalità della stima.

L'estensione della base informativa da acquisire e le modalità di sua analisi cambiano naturalmente a seconda della tipologia di incarico da svolgere tra quelli previsti dal PIV I.4.2: valutazione, parere valutativo, parere di congruità calcolo valutativo e valuation review.

L'incarico di valutazione - a differenza degli altri - si fonda su uno svolgimento completo del processo valutativo che si articola nelle seguenti fasi (PIV I.4.3):

- formazione e apprezzamento della base informativa
- applicazione dell'analisi fondamentale
- selezione delle metodologie di stima più idonee allo scopo
- apprezzamento dei fattori rischio
- sintesi valutativa

Il principio I.5.4 indica che gli *input* della base informativa possono essere classificati rispetto a differenti criteri:

- **tempo**: informazione storica, corrente e prospettica;
- **data di valutazione e data della relazione di stima**: informazione disponibile alla data di valutazione e informazione relativa ad eventi accaduti dopo la data di valutazione o disponibile solo successivamente;
- **accessibilità**: informazione privata o pubblica;
- **fonte**: informazione interna o esterna;
- **completezza**: informazione completa o incompleta.

Con specifico riferimento ad uno dei documenti principali della base informativa, il **piano previsionale**, il PIV III.1.2 richiede all'esperto di esprimersi sui contenuti del piano sottopostogli per la determinazione dei flussi e ove necessario deve integrarlo con specifiche motivazioni attraverso un'applicazione completa dell'analisi fondamentale attraverso le seguenti specifiche fasi:

- a. Analisi strategica di settore e di mercato di riferimento;
- b. Analisi strategica dell'azienda;
- c. Esame della documentazione contabile aziendale, anche di tipo gestionale;

- d. Esame delle previsioni economiche finanziarie;
- e. Analisi dati relativi allo scenario economico e al mercato dei capitali.

Il PIV III.1.24 prevede che l'esperto debba esprimere un **giudizio di ragionevolezza complessiva del piano** e ove necessario integrarlo con specifiche motivazioni. Il giudizio dell'esperto dovrà considerare:

- le finalità del piano
- la sua formalizzazione (approvazione o meno da parte dell'organo amministrativo)
- le capacità dell'azienda in materia di programmazione
- la qualità del processo pianificazione
- le caratteristiche dell'attività svolta
- la coerenza strategica e l'adeguatezza tecnica-operativa del piano
- la plausibilità dei risultati medio-normali attesi e la loro effettiva sostenibilità
- la ragionevolezza dei rischi impliciti rispetto alla realtà aziendale, al settore di appartenenza e all'ambiente competitivo
- il coinvolgimento dei responsabili delle diverse business unit

L'informazione prospettica è per sua natura più difficile da verificare in modo obiettivo rispetto al dato storico. Richiede quindi un'attenta analisi delle **ipotesi (assumption)** su cui si fonda per comprenderne i limiti e il loro impatto sull'affidabilità del risultato della stima. Le ipotesi a loro volta sono il frutto di una combinazione di informazione disponibile e giudizio professionale dell'esperto (PIV I.5.5.).

Le **ipotesi** che l'esperto formula o fa proprie nel suo giudizio di valore **costituiscono la forma con cui l'incertezza entra nella valutazione** e possono riferirsi non solo all'informazione prospettica ma anche agli *input* informativi di natura storica e corrente.

Nell'attività di apprezzamento dell'informazioni prospettica l'esperto deve sempre mettere in evidenza **quattro principali tipologie di ipotesi**: (principio I.5.6.).

- sono **ipotesi riferite a situazioni ipotetiche** (*hypothetical assumption*) quelle di cui non è necessariamente attesa manifestazione, ma che sono comunque coerenti con l'obiettivo della valutazione.
- un'**ipotesi speciale** (*special assumption*) è quella che un normale operatore partecipante al mercato non formulerebbe alla data di valutazione circa il contesto di riferimento o l'oggetto di stima. Le ipotesi speciali devono essere rilevanti, realistiche e fondate e possono riguardare fatti o condizioni diverse dalle attuali, quali ad esempio l'anticipazione di un'autorizzazione alla variazione di destinazione d'uso di un terreno.

- un'**ipotesi è rilevante** (*key assumption*) se ha un peso elevato sul risultato finale della valutazione.
- le **ipotesi sensibili** (*sensitive assumption*) sono un particolare sottoinsieme di ipotesi rilevanti che, oltre ad avere effetto significativo sul risultato finale della stima, presentano elevata probabilità di subire variazioni nel tempo.
- oltre alle informazioni prospettiche una base informativa ragionevolmente obiettiva deve comunque fare riferimento anche ad informazioni storiche e correnti: **una valutazione è infatti tanto più affidabile quanto maggiore è l'uso congiunto di informazione corrente, storica e prospettica** (principio I.5.8.).

L'**affidabilità in ambito PIV** non significa però prudenza, bensì rappresentazione più fedele della configurazione di valore ricercata.

A supporto dell'esperto per le attività da condurre per esprimersi sulla ragionevolezza del piano OIV ha emanato il Discussion Paper n. 1/2021 - *L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda*.

4.1.3 L'ampliamento della base informativa per considerare anche i fattori ESG

Per considerare adeguatamente i fattori ESG nelle valutazioni d'azienda è **necessario ampliare la base informativa**, come ad esempio sintetizzato nella figura che segue:



L'ampliamento della base informativa per comprendere le tematiche ESG varia in funzione della natura dell'azienda da valutare, con una notevole influenza anche sulle sue caratteristiche quanto a completezza, affidabilità e ragionevolezza sulle attività che l'esperto deve di conseguenza condurre.

Principi della base informativa che devono essere utilizzati anche nel reperimento delle informazioni e dei documenti dedicati ai fattori ESG.

Una prima analisi di disponibilità e completezza in funzione della natura dell'azienda da valutare viene proposta nella tabella che segue:

Documenti chiave	Quotate e obbligate ESG	Quotate e non obbligate ESG	Non quotate e obbligate ESG	Non quotate e non obbligate ESG	PMI non quotate e non obbligate ESG
1 Business plan "integrato" con fattori ESG	✓	✗	✓	✗	✗
2 Business plan "tradizionale" senza fattori ESG	✗	✓	✗	✓	✗
3 DNF (bilancio di sostenibilità) e altri Report ESG	✓	✗	✓	✗	✗
4 Informazioni dirette derivate dal mercato	✓	✓	✗	✗	✗
5 Rating ESG e altre informazioni esterne	✓	✓	✗	✗	✗
6 Relazione sulla gestione	✓	✓	✓	✓	✓

Nelle valutazioni "piene" il valutatore dovrà quindi analizzare congiuntamente l'informazione prospettica finanziaria e non finanziaria (ESG) ed esprimersi sulla sua ragionevolezza, considerando gli effetti degli aspetti ESG più rilevanti che possono avere impatto significativo sulle leve e sui *driver* di valore.

Nel caso specifico delle PMI oggetto della presente Guida, si tratta di realtà non ancora obbligate alla rendicontazione ESG, con quindi limitata base informativa disposizione anche relativamente ai fattori ESG.

4.2 Quale approccio del valutatore alla valutazione d'azienda

Il valutatore esegue la propria analisi inerente all'approccio ESG della società funzionalmente all'impatto che le informazioni raccolte possono avere nella stima del valore aziendale.

In questa prospettiva, occorre considerare che l'approccio ESG mantenuto dall'azienda non fa riferimento al mero comportamento responsabile sulle tematiche ambientali, bensì concerne l'insieme delle operazioni e, prima ancora, l'impostazione strategica che l'azienda presenta con riguardo ai temi, oltre che ambientali, anche sociali e di governance. In particolar modo, rilevano per il valutatore i riflessi sull'azienda derivanti dall'adozione di tale orientamento.

Appare evidente che gli elementi posti in evidenza da IVSC riportati nel precedente capitolo non sono gli unici e che la lista deve essere considerata come esemplificativa piuttosto che come esaustiva. Il CNDCEC ha fornito con riferimento alle PMI una ulteriore checklist da considerare per approntare ed "autovalutare" il livello di sostenibilità dell'azienda ai fini della valutazione del valore della stessa³⁵.

³⁵ Si veda: IFAC (CNDCEC, traduzione a cura di), Checklist di sostenibilità per le piccole imprese, 2023, disponibile a: <https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/Small+Business+Sustainability+Checklist+ITA+FIN.pdf/02daf52a-fd08-4f83-8ca2-109dd14558c2>.

La prospettiva con cui, quindi, il valutatore interpreta i dati e le informazioni ESG deve essere essenzialmente orientata a comprendere se:

- l'utilizzo di tale impostazione riduce il rischio d'impresa;
- vi sono elementi emergenti dall'analisi che inducono il valutatore ad apprezzare o deprezzare il valore dell'azienda.

L'esame che viene, quindi, svolto dal valutatore non può che essere per propria natura comparativo, ossia relazionato alle condizioni medie di sostenibilità solitamente evidenziate dai propri comparabili, che sono tali sia per gli aspetti dimensionali sia per lo specifico settore di operatività. Sostanzialmente, spetta al valutatore considerare se l'impostazione ESG dell'azienda, laddove questa esista, comporti rischi od opportunità concrete di differenziazione e come questi fattori possano essere percepiti dai partecipanti al mercato.

Il valutatore si può avvicinare alle informazioni ESG, ricercando nelle previsioni obbligatorie esistenti taluni elementi che possono evidenziare la capacità dell'azienda di avere un approccio di sostenibilità. La sensibilità verso le tematiche ESG può, per esempio, emergere nella relazione sulla gestione da cui il valutatore può evincere considerazioni in merito anche a:

- strategia di sostenibilità
- la descrizione della governance e degli assetti societari;
- gli indicatori non finanziari;
- le informazioni attinenti all'ambiente e al personale;
- la descrizione dei rischi;
- l'evoluzione prevedibile della gestione.

Evidentemente, le società che predispongono la Dichiarazione Non-Finanziaria e quelle che, a partire dall'esercizio 2024, presentano la dichiarazione di sostenibilità in una relazione specifica inserita all'interno della relazione sulla gestione, forniscono una serie corposa di indicazioni in merito agli elementi ESG.

In questo contesto, si può evidenziare, senza avere la finalità di esaminare nel dettaglio il contenuto delle informazioni di sostenibilità presenti nella CSRD e nei principi ESRS, che il valutatore dovrà porre particolare attenzione (non essendo evidentemente suo compito la verifica della conformità della documentazione di sostenibilità con la normativa esistente) al processo di materialità per comprendere l'orientamento strategico presente e futuro dell'azienda, anche con l'intendimento di stimare come il perseguimento dei target di sostenibilità possa in chiave prospettica incidere sulle performance finanziarie.

Infine, un altro tema di particolare interesse che può impattare nelle attività di stima del valutatore, consiste nell'analisi della conformità del comportamento attuale e delle prospettive future dell'azienda di essere *compliant* con la Tassonomia verde predisposta dall'Unione Europea. Tale conformità, infatti, può dare accesso alla finanza sostenibile ed essere premiata dall'accesso a specifici

bandi locali. Il Regolamento 2020/852 sulla tassonomia delle attività economiche eco-compatibili (Taxonomy Regulation), in vigore dal 1° gennaio 2022, ha dato avvio alla definizione di una serie di atti delegati per individuare le attività economiche ecosostenibili finalizzate al raggiungimento degli accordi di Parigi 2050 per il raggiungimento dell'obiettivo delle emissioni zero³⁶. La Tassonomia dovrebbe, in sintesi, supportare l'Unione Europea a incentivare gli investimenti sostenibili ed attuare il Green Deal europeo. La finanza sostenibile dovrebbe, negli auspici del Regolatore, contribuire ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali stabiliti:

- mitigazione del cambiamento climatico;
- adattamento al cambiamento climatico;
- uso sostenibile e protezione delle risorse idriche;
- transizione verso una economia circolare, riduzione dell'inquinamento;
- protezione della bio-diversità;

ed evitare, così facendo, fenomeni di greenwashing.

Per determinare l'effettivo contributo di una attività economica ad uno di questi obiettivi, vengono stabilite delle soglie di prestazione ("criteri di screening tecnico") che devono essere rispettate. La Tassonomia fornisce la base per il European Green Bond Standard, che definisce i criteri da rispettare per emettere obbligazioni "verdi", cioè destinate al finanziamento di attività sostenibili: queste dovranno essere allineate alla Tassonomia. Gli intermediari finanziari che offrono prodotti finanziari "sostenibili", quali i fondi di investimento ESG, avranno l'obbligo di informare in quale misura (percentuale) gli investimenti finanziati da quei prodotti/portafogli siano allineati alla Tassonomia.

In un simile contesto, il valutatore dovrà tenere in debita considerazione la documentazione comprovante comportamenti in linea con il perseguimento di obiettivi ESG rilasciata da riconosciuti enti certificatori, ed assumendone quindi per validi i contenuti, per poter esprimere una propria opinione sull'approccio ESG adottato dall'azienda con la sola finalità di apprezzare l'impatto che avrà sulle sue attività valutative.

³⁶ Ad oggi, sono ancora in fase di emissione atti delegati sul tema. Recentemente, i Regolamenti delegati UE 2023/2485 e 2023/2486 hanno in ultimo stabilito alcuni criteri di vaglio tecnico (TSC) per determinare i criteri per cui un'attività economica possa essere considerata "green". Tali atti si applicano a partire dal 1° gennaio 2024.



Capitolo 5: I fattori ESG e la costruzione della base informativa

5.1 La costruzione della base informativa ESG delle PMI

L'attuale quadro normativo non obbliga le PMI non quotate (micro, piccole e medie imprese³⁷) alla predisposizione del bilancio di sostenibilità.

In tali contesti, quindi, la costruzione e l'apprezzamento della base informativa dedicata ai temi ESG può diventare una fase molto impegnativa e delicata per il valutatore: a differenza delle società obbligate, di frequente non vi sono documenti e informazioni immediatamente disponibili per agevolare il valutatore nell'impostare e organizzare la raccolta della base informativa ESG.

Le PMI non quotate possono comunque predisporre volontariamente (o qualora richiesto dai loro fornitori e clienti obbligati) la dichiarazione di sostenibilità o altro documento analogo.

Per incentivare le PMI a predisporre volontariamente la dichiarazione di sostenibilità, l'EFRAG è stato incaricato dalla Commissione Europea di predisporre, al di fuori della CSRD, uno standard per la rendicontazione di sostenibilità delle organizzazioni che non ricadono nell'ambito di applicazione *mandatory* della direttiva. Tale incarico si è, ad oggi, sostanziato nella pubblicazione della bozza del principio VSME ESRS³⁸, di cui la Commissione valuterà l'opportunità di diffusione nel nuovo scenario politico che si è delineato con le recenti elezioni di giugno 2024 del Parlamento Europeo.

Analizzando i contenuti di tale principio, è possibile delineare i seguenti possibili diversi contesti di valutazione:

- a. PMI che volontariamente predisporranno la relazione della sostenibilità, in differenti "gradazioni":
 - i. nel solo modulo base (paragrafi 17-38);
 - ii. nei moduli base e Narrativo PAT (paragrafi 58-66);
 - iii. nei moduli base e Partner commerciali (paragrafi 67-85);
 - iv. nei moduli base, Narrativo PAT e Partner commerciali.
- b. PMI che forniranno in merito alle questioni ESG solo alcune parziali informazioni in Nota Integrativa o nella Relazione sulla Gestione, ove obbligatoria;
- c. PMI che forniranno circa le questioni ESG solo le informazioni obbligatorie previste dal Codice Civile e dai principi contabili OIC.

³⁷ L'articolo 3 della direttiva 2013/34/UE definisce e distingue tre categorie di PMI – Micro, Piccola e Media - sulla base in base al totale dell'attivo dello stato patrimoniale, ai ricavi delle vendite e delle prestazioni e al numero medio di dipendenti durante l'esercizio.

³⁸ Si veda: Exposure Draft for the voluntary reporting standard for non-listed SMEs (VSME ED) in consultazione fino al 21 maggio 2024, tradotto dall'OIC "ESRS volontario per le piccole e medie imprese non quotate (VSME ESRS).



Avuto riguardo alle modalità di costruzione della base informativa ESG, i diversi contesti di valutazione sopra delineati comporteranno quindi uno spettro di attività per il valutatore anche molto diverse tra loro.

La presenza di una relazione di sostenibilità - anche il solo modulo base - faciliterà notevolmente le attività di raccolta ed organizzazione di documenti e informazioni sui temi di sostenibilità dell'impresa oggetto di valutazione.

Il modulo base con informazioni ritenute di rilievo, senza che sia richiesta un'analisi di materialità, sostituita dalla formula "se applicabile", è un modulo semplificato interpretato come primo passaggio verso la predisposizione di una informativa di sostenibilità.

Il modulo narrativo riguarda le politiche, azioni e obiettivi riferiti alle pratiche di sostenibilità già attive.

Il modulo business partner si riferisce alle metriche (KPI) richieste alle PMI da banche ed altre imprese (es. le grandi imprese clienti). L'approccio è del tipo "se disponibile", ma vuole comunque prevenire il rischio di greenwashing ossia di rilasciare affermazioni, dichiarazioni, comunicazioni che non riflettono in modo chiaro ed equo il profilo di sostenibilità dell'impresa.

Come si è già avuto modo di anticipare nel presente documento, nelle Appendici A), B) e C) del principio ESRS VSME, sono indicate:

- le definizioni (Appendice A)
- le questioni di sostenibilità (Appendice B)
- gli elementi di informazione della Finanza sostenibile (Appendice C)

Coerentemente con quanto previsto dagli ESRS applicabili alle imprese obbligate alla dichiarazione di sostenibilità, l'Appendice B sopra richiamata individua per le PMI le questioni di sostenibilità di maggiore rilevanza da considerare ai fini della rendicontazione, delle quali viene riportata, a titolo indicativo, una sintetica elencazione nelle seguenti tavole.



Tabella 2 – Questioni di sostenibilità da considerare ai fini della rendicontazione di sostenibilità (estratto da ESRS VSME)

a) legate all'ambiente (E)

Area	Tematica	Sotto-tematica	FCS	Materialità per la società		Significatività per la valutazione	
				SI	NO	SI	NO
E	Cambiamenti climatici	Adattamento ai cambiamenti climatici	<i>Livello di dipendenza dell'attività ai cambiamenti climatici</i>				
		Mitigazione dei cambiamenti climatici	<i>Gestione degli effetti dei cambiamenti climatici</i>				
		Energia	<i>Tipologia di fonti energetiche utilizzate</i>				
E	Inquinamento	Inquinamento dell'aria	<i>Rischio di inquinamento ambientale e correlati oneri di gestione</i>				
		Inquinamento dell'acqua					
		Inquinamento del suolo					
		Inquinamento di organismi viventi e risorse alimentari					
		Sostanze preoccupanti	<i>Gestione sostanze pericolose</i>				
		Sostanze estremamente preoccupanti					
E	Acque e risorse marine	Acque	<i>Livelli di consumo idrico</i>				
		Risorse marine	<i>Politiche dei prelievi idrici</i>				
			<i>Livelli di scarichi di acque</i>				
			<i>Politiche di estrazione e uso di risorse marine</i>				
E	Biodiversità ed ecosistemi	Fattori di impatto diretto sulla perdita di biodiversità	<i>Cambiamenti climatici</i>				
			<i>Uso del suolo, dell'acqua dolce e del mare</i>				
			<i>Livelli di sfruttamento diretto</i>				
			<i>Rischio di specie esotiche invasive</i>				
			<i>Livelli di inquinamento</i>				



Area	Tematica	Sotto-tematica	FCS	Materialità per la società		Significatività per la valutazione	
				SI	NO	SI	NO
		Impatti sullo stato delle specie	<i>Rischio di estinzione di una specie</i>				
			<i>Dimensione della popolazione della specie a rischio</i>				
		Impatti sull'estensione e sulla condizione degli ecosistemi	<i>Analisi del suolo (impermeabilizzazione, rischio desertificazione)</i>				
			<i>Livelli di impatto sul degrado del suolo</i>				
		Impatti e dipendenze in termini di servizi ecosistemici					
E	Economia circolare	Afflussi di risorse, compreso l'uso delle risorse	<i>Utilizzo di materiali di recupero</i>				
		Deflussi di risorse connessi a prodotti e servizi	<i>Creazione di prodotti riciclabili</i>				
		Rifiuti	<i>Modalità gestione dei rifiuti</i>				



b) legate al sociale (S)

AREA	Tematica	Sotto Tematica	FCS	Materialità per la società		Significatività per la valutazione	
				SI	NO	SI	NO
S	Forza lavoro	Formazione	<i>Iniziative di formazione (aula e non)</i>				
		Welfare	<i>Smart working</i>				
			<i>Flessibilità orario</i>				
		Parità di genere	<i>Parità salariale</i>				
		Inclusione	<i>Accessibilità</i>				
		Sicurezza	<i>Certificazioni</i>				
S	Consumatori	Soddisfazione	<i>Qualità</i>				
		Riservatezza	<i>Trattamento dati</i>				
		Sicurezza	<i>Sicurezza luoghi di lavoro</i>				
S	Comunità	Forme di cooperazione	<i>Iniziative di comunità</i>				
		Promozione del territorio	<i>Iniziative attive di promozione territoriale</i>				
		Disseminazione	<i>Attività divulgativa</i>				



c) legate alla governance (G)

Area	Tematica	Sotto Tematica	FCS	Materialità per la società		Significatività per la valutazione	
				SI	NO	SI	NO
G	Cultura d'impresa		adozione di un codice di condotta				
			adozione di un sistema di controllo interno				
			istituzione della funzione compliance				
			adozione di meccanismi per individuare e segnalare comportamenti illeciti o non ammessi				
			accettazione di eventuali rendicontazioni predisposte da stakeholders				
			adozione di una politica di formazione sulla condotta delle imprese				
			iniziative di formazione sulla condotta dell'impresa (destinatari, frequenza e livello di approfondimento)				
G	Protezione degli informatori		applicabilità alla società del d.lgs. 24/2023				
			istituzione di canali interni di segnalazione				
			in caso negativo, intenzione di istituire tali canali nel breve periodo				
			in caso affermativo, oggetto della segnalazione				
			diffusione di informazioni e formazione ai lavoratori informazioni sulla designazione e sulla formazione del personale che riceve le segnalazioni				
G	Condotta	Corruzione attiva e passiva	Provvedimenti giudiziari				
		Trasparenza politica	Attività di lobbying				
G	Benessere degli animali		adozione di politiche in materia di benessere degli animali				
G	Impegno politico e attività di lobbying		valore monetario totale dei contributi politici finanziari e in natura forniti dall'impresa				
			adesione a associazioni di lobbying				
			attività di lobbying svolte negli ultimi 5 anni				
			temi su cui vertono le eventuali attività di lobbying				
			iscrizione nel Registro UE della trasparenza				
			iscrizione in altri registri della trasparenza (ex.: Registro dei portatori di interesse MISE)				
			presenza negli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa o di controlanti/controlate/collegate di componenti che nei due anni precedenti la nomina nel periodo di riferimento attuale hanno ricoperto una posizione comparabile nella pubblica amministrazione				
G	Gestione dei rapporti con i fornitori		adozione di una politica per evitare ritardi di pagamento				
			utilizzo di criteri sociali e ambientali per la selezione dei fornitori				
			esame e valutazione delle prestazioni sociali e ambientali dei fornitori				
			valutazione della "vulnerabilità" dei fornitori				
			tempi medi di pagamento dei fornitori (se rilevante, disaggregati per categorie)				
			esistenza di contenzioni con i fornitori				
			aging dei debiti				
G	Corruzione attiva e passiva	Prevenzione e individuazione	adozione Modello 231				
			certificazione ISO 37001				
			politiche anti-corruzione				
			mappatura delle attività/funzioni a maggiore rischio corruzione attiva e passiva				
			adozione di altre misure per prevenire e individuare episodi di corruzione attiva e passiva				
			intenzione di adottare uno o più degli strumenti di cui sopra nel breve periodo				
			numero totale e natura di casi accertati di corruzione attiva o passiva				
		Incidenti	procedimenti avviati nei confronti della società				
			procedimenti avviati nei confronti di esponenti aziendali o dipendenti				
			sanzioni applicate alla società				
			sanzioni applicate nei confronti di esponenti aziendali o dipendenti				
			numero di lavoratori propri licenziati o sanzionati per episodi di corruzione attiva o passiva				
			numero di casi accertati relativi a contratti con partner commerciali che sono stati risolti o non rinnovati a causa di violazioni connesse alla corruzione attiva o passiva				

Le informazioni contenute nella rendicontazione di sostenibilità devono necessariamente essere ben comprese dal valutatore, in quanto non tutte le questioni di sostenibilità applicabili all'impresa target hanno o potranno avere una significatività qualitativa/quantitativa ai fini della stima; allo stesso tempo, ci potrebbero essere - nelle PMI in particolare - ulteriori questioni ESG non indicate dall'Allegato B.

Nell'organizzare le attività necessarie alla raccolta della base informativa ESG Il valutatore dovrà anche considerare che:

- a. per le sole PMI, secondo il principio ESRS VSME:
 - i. non tutte le questioni ESG sono applicabili e quindi devono essere riportate nel modulo base. Infatti, le informazioni devono essere riportate solo se considerate "applicabili" dall'impresa. Quando una di queste informazioni viene omessa nella relazione di sostenibilità si presume che non sia applicabile;
 - ii. una questione ESG ritenuta non applicabile può comunque avere un impatto qualitativo/quantitativo nella stima e quindi dovrà essere analizzata e trattata dal valutatore;
- b. per tutte le imprese:
 - i. non tutte le questioni ESG previste dagli standards ESRS applicabili ai fini della rendicontazione di sostenibilità (volontaria e obbligatoria) sono significative ai fini della valutazione. A tal proposito si ricorda che gli IVS prevedono che le questioni ESG possono avere un impatto quantitativo ma anche qualitativo.

Il valutatore, come descritto nelle pagine che precedono, dovrà poi analizzare attentamente le singole questioni ESG incluse nella rendicontazione di sostenibilità ricordando che il principio di materialità/rilevanza³⁹ di impatto e finanziaria definito dagli ESRS ai fini della rendicontazione di sostenibilità differisce da quello fatto dagli IVS ai fini della valutazione d'azienda. Infatti:

- a. una questione ESG con una materialità/rilevanza di impatto⁴⁰ ai fini della rendicontazione di sostenibilità può comunque non essere significativa per la valutazione.
- b. una questione ESG con una materialità/rilevanza finanziaria⁴¹ ai fini della rendicontazione di sostenibilità è significativa per la valutazione in quanto influenza i driver di valore (flussi, tassi e crescita). Il valutatore in questo caso, anche attraverso l'analisi fondamentale dovrà determinare gli effetti anche di tipo "quantitativo" ai fini della determinazione del valore della azienda target.

³⁹ Nella versione in italiana del principio il termine "materiality" è stato tradotto in "rilevanza".

⁴⁰ Quando le attività della azienda target hanno avuto o possono avere un impatto positivo o negativo rilevante sulle persone e/o sull'ambiente di riferimento in cui opera l'impresa.

⁴¹ Quando le questioni ambientali e sociali hanno influenzato o possono influenzare la situazione patrimoniale-finanziaria, i risultati finanziario e i flussi finanziari, l'accesso ai finanziamenti o il costo del capitale.

Il valutatore dovrà in ogni caso ricordare che alcune questioni ESG contenute nella rendicontazione di sostenibilità e considerate significative ai fini della stima potrebbero essere già state “catturate” nell’applicazione dell’analisi fondamentale “tradizionale” definita dai PIV. Ad esempio, sul tema inquinamento, il valutatore dovrà considerare, ai fini della stima, eventuali passività potenziali per danni già cagionati dall’impresa e/o gli investimenti necessari per adeguare gli impianti indispensabili per ridurre le fonti di inquinamento o per renderli adeguati rispetto alla normativa vigente.

In via preliminare l’esperto valutatore potrebbe verificare se la società ha predisposto documenti che possono essere utili ai fini dell’acquisizione di dati e informazioni su tematiche ESG, utilizzando la seguente check list:

Tabella 3 – Check list raccolta documentazione utile ai fini della reperibilità di informazioni su questioni di sostenibilità

	Informazioni e documenti disponibili		SI	NO
1)	L’impresa provvede a predisporre:			
	a)	una dichiarazione di sostenibilità ai sensi della CSRD		
	b)	altra informativa obbligatoria di sostenibilità		
	c)	altra documentazione in tema di rendicontazione di sostenibilità (da indicare)		
2)	Nel caso in cui l’impresa provveda a diffondere l’informativa di cui al precedente punto 1), possibili riferimenti con cui può essere strutturata una sustainability disclosure:			
	a)	Global Reporting Initiative (GRI) SR standards		
	b)	Sustainability Accounting Standards Board (SASB) standards		
	c)	United Nations Global Compact (UNGC)		
	d)	ISSB IFRS Sustainability Disclosure standards		
	e)	IIRC IR Framework		
	f)	AccountAbility’s AA1000 standards		
	g)	altro (da indicare)		
3)	Nel caso in cui la società provveda a redigere uno dei documenti di cui al precedente punto 1), tale documentazione è assoggettata ad attività di assurance?			
	a)	soggetto incaricato della revisione legale dei conti		
	b)	revisore diverso dal soggetto incaricato della revisione legale dei conti		
4)	Nel caso in cui la società non provveda a predisporre uno dei documenti indicati al precedente punto 1, la società provvede a redigere la relazione sulla gestione?			
	In caso affermativo, la relazione sulla gestione contiene informazioni su tematiche ESG?			

Molto diversa invece è la situazione in cui una PMI non predisponga una specifica rendicontazione di sostenibilità. In tale contesto il valutatore dovrà, tra le altre, reperire informazioni su quali questioni ESG sono applicabili all'azienda da valutare e hanno una materialità/rilevanza di impatto e finanziaria in quanto significative ai fini della stima.

Un ulteriore aspetto che il valutatore dovrà considerare è certamente l'affidabilità e utilizzabilità delle informazioni contenute nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità, soprattutto in contesti come quelli delle PMI in cui non è obbligatoria la certificazione da parte di soggetti esterni all'impresa (attività di assurance sulla conformità dell'informativa sulla sostenibilità da parte di professionisti specializzati).

Al fine di consentire all'esperto di valutare la qualità ed esaustività delle informazioni sulle tematiche ESG che la società eventualmente pubblica, nonché per individuare – laddove abbia riscontrato che le informazioni disponibili non sono sufficienti o che non sono qualitativamente attendibili – ulteriori informazioni o dati che potrebbe essere opportuno valutare di acquisire, è stata predisposto al seguente check list⁴²:

Tabella 4 – Check list acquisizione ulteriori informazioni su questioni di sostenibilità

Sistema di governance ESG		SI	NO	Note
1.	sono individuati specifici ruoli e responsabilità degli organi di amministrazione, direzione e controllo con riferimento a tematiche ESG?			
	in caso affermativo, verificare quali sono i ruoli e le responsabilità individuate			
2.	gli organi di amministrazione, direzione e controllo hanno l'accesso a competenze e capacità specifiche con riferimento a tematiche ESG?			
	In caso affermativo, verificare quali sono le competenze e le capacità specifiche cui gli organi hanno accesso e quali sono tali organi			
3.	gli organi di amministrazione, direzione e controllo tengono conto degli impatti, dei rischi e delle opportunità ESG:			
	(i) nell'elaborare la strategia dell'impresa?			
	(ii) nell'elaborare le decisioni in merito a operazioni importanti?			
	(iii) nel progettare il processo di gestione del rischio?			
	(iv) derivanti dalla catena del valore dell'impresa?			

⁴² Si vedano anche, per avere idea degli argomenti di implementazione della sostenibilità in azienda sotto il profilo strategico e informativo, i seguenti documenti nella loro traduzione italiana operata dal CNDCEC: IFAC, *Checklist di sostenibilità per le piccole imprese*, 2023; AcE/EcoDa/ECIIA, *Governance ESG: interrogativi che i consigli di amministrazione dovrebbero porsi per guidare la transizione verso la sostenibilità*, 2024; AcE/ Chapter Zero Brussels/EcoDa/ECIIA, *Governance ESG: le sei modalità a disposizione dei consigli di amministrazione per guidare la transizione verso la sostenibilità*, 2024.



Sistema di governance ESG		SI	NO	Note
	in caso affermativo, verificare in che modo si procede a tenere conto degli impatti, dei rischi e delle opportunità ESG e quali sono gli impatti, i rischi e le opportunità eventualmente identificati			
	nell'eventualità in cui la società tenga conto delle questioni di sostenibilità nell'elaborazione della propria strategia e nel modello aziendale, tali questioni riguardano:			
	a) gruppi significativi di prodotti e/o servizi offerti?			
	in caso affermativo, indicare quali sono tali gruppi di prodotti e/o servizi			
	b) gruppi di clienti e/o mercati significativi?			
	in caso affermativo, indicare quali sono tali gruppi di prodotti e/o servizi			
	c) fornitori?			
	in caso affermativo, indicare quali sono tali fornitori			
	d) dipendenti?			
	e) altri <i>stakeholders</i> ?			
	in caso affermativo, indicare quali sono questi altri <i>stakeholders</i>			
4.	all'interno della società ci sono persone o collaboratori (anche esterni), che non fanno parte degli organi di amministrazione, direzione e controllo, che hanno compiti specifici per:			
	(i) monitorare gli impatti, i rischi e le opportunità ESG?			
	(ii) gestire gli impatti, i rischi e le opportunità ESG?			
	(iii) controllare gli impatti, i rischi e le opportunità ESG?			
	in caso affermativo, individuare quali sono i soggetti coinvolti e i relativi compiti			
5.	la società ha adottato procedure o altre disposizioni organizzative per:			
	(i) per monitorare gli impatti, i rischi e le opportunità ESG?			
	(ii) gestire gli impatti, i rischi e le opportunità ESG?			
	(iii) controllare gli impatti, i rischi e le opportunità ESG?			
	in caso affermativo, individuare quali sono le procedure o le altre disposizioni organizzative adottate			
6.	la società ha adottato un processo (anche non formalizzato) per:			
	(i) individuare gli impatti, i rischi e le opportunità ESG			
	(ii) valutare la rilevanza finanziaria di tali impatti, rischi e opportunità			
	in caso affermativo, verificare come si articola tale processo e quali sono gli impatti, i rischi e le opportunità ESG eventualmente identificati, nonché la loro rilevanza finanziaria			
7.	risultano esserci flussi informativi specifici verso gli organi di amministrazione, direzione e controllo in merito alle questioni di sostenibilità?			



Sistema di governance ESG		SI	NO	Note
	in caso affermativo verificare:			
	(i) chi sono i destinatari dei flussi?			
	(ii) in cosa consistono i flussi?			
	(iii) con che periodicità i flussi vengono trasmessi agli organi sociali?			
	(iv) quali sono le informazioni finora comunicate?			
8.	ai membri degli organi di amministrazione, direzione e controllo sono offerti sistemi di incentivazione connessi a questioni di sostenibilità?			
	In caso affermativo, verificare:			
	(i) come è strutturato il sistema di incentivazione			
	(ii) quali sono gli obiettivi al cui raggiungimento sono subordinati gli incentivi			
9.	la società ha adottato un sistema interni di controllo e gestione del rischio ESG?			
	In caso affermativo:			
	(i) quali sono i principali rischi individuati?			
	(ii) quali sono le rispettive strategie di mitigazione, compresi i relativi controlli?			
10.	la società tiene conto degli interessi e delle opinioni dei portatori di interessi (<i>stakeholders</i>) diversi dai soci nell'elaborazione della propria strategia e nel modello aziendale?			
	In caso affermativo indicare:			
	(i) quali sono i portatori di interesse i cui interessi o opinioni sono tenuti presenti?			
	(ii) come la società acquisisce informazioni su tali interessi e le opinioni dei portatori di interesse?			
	(iii) in che modo gli interessi e le opinioni dei portatori di interessi orientano la strategia e il modello aziendale?			
11.	la società provvede a individuare gli effetti finanziari attuali dei rischi e delle opportunità rilevanti:			
	(i) sulla sua situazione patrimoniale- finanziaria?			
	(ii) sul risultato economico?			
	(iii) sui flussi finanziari?			
12.	la società provvede a individuare i rischi e le opportunità rilevanti per cui esiste un rischio significativo di correzioni rilevanti, nell'esercizio successivo, dei valori contabili degli attivi e delle passività riportati nel relativo bilancio?			
	In caso affermativo, verificare come avviene tale individuazione e in cosa consiste il rischio di correzioni			
13.	la società provvede a individuare gli effetti finanziari attesi dei rischi e delle opportunità rilevanti:			
	(i) sulla sua situazione patrimoniale- finanziaria?			
	(ii) sul risultato economico?			



Sistema di governance ESG		SI	NO	Note
	(iii) sui flussi finanziari a breve, medio e lungo termine?			
	In caso affermativo, verificare quali possono essere tali effetti finanziari attesi e la loro entità			
14.	la società provvede a individuare gli effetti finanziari attesi dei rischi e delle opportunità rilevanti:			
	(i) sulla sua situazione patrimoniale- finanziaria?			
	(ii) sul risultato economico?			
	(iii) sui flussi finanziari a breve, medio e lungo termine?			
	In caso affermativo, verificare quali possono essere tali effetti finanziari attesi e la loro entità			
15.	la società provvede a individuare e valutare			
	(i) gli impatti, i rischi e le opportunità ESG nella catena del valore a monte dell'impresa			
	(ii) gli impatti, i rischi e le opportunità ESG nella catena del valore a valle dell'impresa			
	in caso affermativo verificare quali sono eventuali impatti, rischi e opportunità ESG individuati e la loro eventuale valutazione			

Per la mappatura delle questioni ESG dell'impresa target il valutatore potrà inizialmente fare riferimento a quanto indicato nell'Allegato B del principio ESRS VSME, oltre che alle altre informazioni ritenute utili già raccolte in sede di formazione della base informativa per l'intero processo di stima.

Di seguito una tabella di sintesi per l'area S in cui, attraverso un apposito questionario, il valutatore potrà andare ad individuare per ogni questione se:

- a. applicabile all'impresa target;
- b. se ha una rilevanza di impatto e finanziaria per l'impresa target;
- c. quali sono i driver di valore influenzati ai fini della stima della impresa target.



Tabella 5 – Analisi fattori inerenti all'area Social ai fini della loro considerazione ai fini di valutazione d'azienda

AREA	Tematica	Sotto Tematica	FCS	Materialità per la società		Significatività per la valutazione		KPI Quant	KPI Qual	Fonte Informativa	Adeguatezza dati disponibili		Opinione	
				SI	NO	SI	NO				SI	NO		
S	Forza lavoro	Formazione	Iniziativa di formazione (aula e non)					Ore di formazione erogate		Dati quantitativi ore di formazione erogate				
			Smart working					Ore di smart working		Dati quantitativi ore smart working				
		Welfare	Flessibilità orario						Flessibilità in entrata o in uscita		Analisi delle iniziative intraprese			
			Parità di genere	Parità salariale					Divario retributivo tra dipendenti di sesso femminile e maschile		Analisi percentuale			
		Inclusione	Accessibilità						Iniziativa per il miglioramento dell'accessibilità		Analisi delle iniziative intraprese			
			Sicurezza	Certificazioni					Certificazioni ottenute		Dati quantitativi su certificazioni.			
S	Consumatori	Soddisfazione	Qualità					Svolgimento di indagini		Sintesi dei questionari				
		Riservatezza	Trattamento dati						Conformità con la normativa		Giudizio di merito			
		Sicurezza	Sicurezza luoghi di lavoro					Incidenti intercorsi nell'uso dei prodotti		Dati quantitativi su incidenti				
S	Comunità	Forme di cooperazione	Iniziativa di comunità						Verifica di accordi in essere con stakeholders.		Analisi delle iniziative intraprese			
			Iniziativa attive di promozione territoriale					Donazioni o sponsorizzazioni per la comunità		Dati quantitativi su donazioni e sponsorizzazioni				
		Disseminazione	Attività divulgativa						Iniziativa intraprese relative all'informazione vs l'esterno delle attività aziendali		Analisi delle iniziative intraprese			

La base informativa composta dal valutare dovrebbe coprire i seguenti aspetti:

- Fattore critico di successo (FCS) che risponde alla domanda “attraverso quale fattore l'azienda può perseguire una iniziativa di miglioramento in relazione alla sotto tematica?”;
- Misura chiave di prestazione di natura quantitativa (KPI – Key Performance Indicator quantitativo) che risponde alla domanda “quale indicatore chiave di prestazione misura in modo efficace l'esito dell'azione di miglioramento sulla sotto tematica”;
- Misura chiave di prestazione di natura qualitativa (KPI qualitativo) che risponde alla domanda “quale indicatore chiave di prestazione, vista l'impossibilità di ottenere una misura di prestazione, esprime il risultato finale atteso dall'azione di miglioramento sulla sotto tematica”.

Per ogni KPI, ritenuto rilevante e significativo ai fini della valutazione, il valutatore potrà tenere traccia nelle carte di lavoro dei criteri con cui ha individuato le misure e/o i risultati e le fonti informative che ha raccolto e gli hanno permesso di formarsi un'opinione.

In caso di adeguatezza dei dati raccolti e di rilevanza del tema o del sotto-tema, il valutatore potrà esprimere un'opinione compiuta sull'efficacia dell'azione intrapresa dall'azienda sulla sotto tematica.

Infine, questa opinione verrà collegata alla dimensione valutativa, articolabile in effetti sui flussi, sul rischio e/o sulla crescita. Le modalità con cui va espressa l'opinione sulla dimensione valutativa delle

tematiche ESG, riguarda la fase successiva a questa dedicata alla raccolta della base informativa. Detta attività sarà oggetto del secondo volume della Serie di questa Guida operativa che verrà pubblicata a seguito del proseguimento dei lavori di questa Commissione.

Nella tabella successiva, si fornisce un esempio relativo alla dimensione sociale di questo collegamento.

Tabella 6 – Collegamento analisi fattori Social con la dimensione di valutazione d'azienda

AREA	Tematica	Sotto Tematica	FCS	Opinione	Dimensione valutativa		
					Flussi	Rischio	Crescita
S	Forza lavoro	Formazione	<i>Iniziativa di formazione (aula e non)</i>				
		Welfare	<i>Smart working</i>				
			<i>Flessibilità orario</i>				
		Parità di genere	<i>Parità salariale</i>				
		Inclusione	<i>Accessibilità</i>				
		Sicurezza	<i>Certificazioni</i>				
S	Consumatori	Soddisfazione	<i>Qualità</i>				
		Riservatezza	<i>Trattamento dati</i>				
		Sicurezza	<i>Sicurezza luoghi di lavoro</i>				
S	Comunità	Forme di cooperazione	<i>Iniziativa di comunità</i>				
		Promozione del territorio	<i>Iniziativa attive di promozione territoriale</i>				
		Disseminazione	<i>Attività divulgativa</i>				

In tale contesto, anche il set informativo sottostante la gestione del rapporto con gli istituti di credito e gli scoring forniti dagli istituti di credito, finalizzati a monitorare il rischio di credito e di solvibilità dell'azienda, possono rappresentare una ulteriore fonte informativa utile per il valutatore.

Si rimanda a tale proposito, al documento in fase di consultazione predisposto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze "Il dialogo di sostenibilità tra PMI e Banche"⁴³.

⁴³ https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_publiche/Dialogo-di-sostenibilita-tra-PMI-e-Banche.pdf



Conclusioni

I fattori ESG hanno una rilevanza trasversale, che partendo dagli obiettivi sostanziali che perseguono, caratterizzano il modello di business delle imprese e, conseguentemente, anche il processo tecnico professionale finalizzato a determinarne il loro valore.

Con questa Guida operativa, di cui il presente documento costituisce un primo volume di una serie che mira a supportare l'esperto lungo il processo estimativo delle PMI italiane che intraprendono percorsi di implementazione dei fattori ESG su base volontaria, sono state approfondite e tracciate le modalità operative per giungere a raccogliere e collezionare in maniera organica, il set documentale necessario e prodromico al successivo processo valutativo.

Le informazioni fornite nel documento sono essenzialmente di carattere indicativo, non potendosi ridurre ad un mero esercizio compilativo considerate le pressoché illimitate possibilità e configurazioni che i fattori ESG possono avere nei diversi settori in cui operano le imprese.

Gran parte del tratto caratteristico del processo valutativo afferente l'apprezzamento dell'impatto dei fattori ESG sul valore dell'azienda, pur non discostandosi dalle ordinarie impostazioni e tecniche sviluppate e costituenti basi consolidate nelle attività di stima, richiede all'esperto di sviluppare una spiccata sensibilità di natura qualitativa verso queste tematiche, al fine di poterne apprezzare, e di conseguenza valorizzare, i possibili effetti e impatti sui fattori caratterizzanti il modello di business dell'impresa che più o meno direttamente incidono sulle logiche di creazione di valore.

Sono rimandate ai prossimi volumi, concatenati in una serie che si sviluppa lungo il percorso logico svolto dall'estimatore, sia gli approfondimenti delle tavole operative qui riportate, sia quelli relativi alle successive fasi in cui trovano applicazione gli ordinari processi di valutazione.