

I fattori ESG nella valutazione d'azienda

di [Alessandro Scaranello](#)

Publicato il 20 Settembre 2024

I fattori ESG (Environmental, Social, Governance) stanno influenzando sempre più la valutazione d'impresa, incidendo su rischi e performance economico-finanziarie. Il CNDCEC ha fornito strumenti per integrare questi fattori nelle stime, mantenendo l'uso di tecniche classiche come il Discounted Cash Flow. Facciamo il punto sullo stato dell'arte, vedendo quali sono i dati da attenzionare per valutare adeguatamente l'impatto dei fattori ESG nella complessiva valutazione dei complessi aziendali.

Da qualche tempo la dottrina si sta interrogando su quali dovrebbero essere gli effetti dei fattori ESG nelle stime del valore dell'impresa. I fattori *Environmental, Social, Governance* (ESG) hanno un crescente impatto sui modelli di *business* aziendali, sui rischi ad essi connessi e, in termini più o meno diretti e più o meno rilevanti, anche sulle *performance* economico-finanziarie, elemento cardine dei processi di valutazione del capitale economico delle aziende. E' noto, ad esempio, che molti investitori intravedono nell'approccio ESG un fattore di riduzione del rischio in quanto consente alle imprese di essere competitive anche nel medio-lungo termine.

Valutazione azienda e ESG: i suggerimenti dei Commercialisti

In tale contesto il CNDCEC si è prefissato l'obiettivo di pubblicare una Guida, strutturata su più volumi, che vuole costituire un valido ed efficace strumento di supporto operativo, idoneo a fornire un orientamento condiviso per il reperimento e la considerazione delle informazioni sui fattori ESG nella valutazione d'azienda. Il primo Documento di Ricerca, intitolato ["I fattori ESG nella valutazione di azienda: la costruzione della base informativa"](#), è stato pubblicato a luglio 2024 con lo

scopo di fornire gli strumenti necessari per costruire una solida e completa base informativa ESG, in particolare nel contesto di valutazione tipico di una PMI che abbia intrapreso un percorso di sostenibilità su base volontaria. In tali casistiche, spesso l'azienda non



predispone alcun report di sostenibilità e relega eventualmente qualche cenno nella Relazione sulla gestione, se esistente. In simili contesti, anche i dati e le informazioni prospettive di carattere economico-finanziario, quando esistenti, non necessariamente considerano gli effetti dei fattori ESG.

I fattori ESG nella valutazione azienda

La Guida in esame fornisce al valutatore una serie di proposte operative per ciascuna delle tre componenti - *Environment*, *Social* e *Governance* - focalizzandosi sulle principali attività di raccolta di informazioni e documenti ESG, che consentano di far comprendere:

1. l'impatto dell'impresa sulle "questioni di sostenibilità";
2. il modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione.

Per "questioni di sostenibilità" si intendono "fattori ambientali, sociali, relativi ai diritti umani e di governance", compresi le problematiche concernenti il personale e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva. Com'è noto, la **dimensione ambientale (E)** attiene alla riduzione dell'impatto ambientale, causato dall'attività economica: mitigazione dei cambiamenti climatici, anche per quanto riguarda le emissioni di gas a effetto serra, adattamento ai cambiamenti climatici, risorse idriche e marine, uso delle risorse e l'economia circolare, inquinamento, biodiversità e gli ecosistemi. I **fattori sociali (S)** riguardano l'attenzione alle condizioni di lavoro, la relazione con la comunità e il rispetto dei diritti umani. Quindi, ad esempio, la parità di trattamento, la pari opportunità, la salute e la sicurezza dei luoghi di lavoro, l'equilibrio tra vita professionale e vita privata. Infine, i **fattori di governance (G)** afferiscono all'etica aziendale e alla condotta degli organi di amministrazione e gestione. Ad esempio: la loro adeguatezza in termini di competenza, trasparenza e integrità di comportamento, la qualità della rendicontazione di sostenibilità, l'impegno contro la corruzione attiva e passiva, i rapporti con i clienti, i fornitori e le comunità interessate dalle attività dell'impresa. Oggetto di informativa di sostenibilità da parte delle società sono solitamente quei fattori **ritenuti rilevanti**, o perché idonei a produrre un impatto sulla comunità di riferimento (**rilevanza dell'impatto**) e/o in quanto potenzialmente in grado di avere effetti rilevanti sulla posizione patrimoniale-finanziaria e sulle *performance* economiche (**rilevanza finanziaria**). La Guida, inoltre, distingue anche tra fattori ESG "significativi" per la valutazione d'azienda e fattori ESG "non significativi" per la valutazione d'azienda.

Approcci valutativi

Secondo il Documento in esame non è necessario ricorrere a nuovi approcci metodologici per valutare

quelle imprese che abbiamo adottato o siano comunque impegnate nel perseguimento degli obiettivi ESG, confermando l'idoneità delle classiche tecniche presenti in dottrina e delineate nei **Principi Italiani di Valutazione** (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV). Allo stato attuale, del resto, né i PIV emanati dall'OIV, né gli attuali principi internazionali **IVS emanati dall'IVSC**, affrontano specificamente le tematiche ESG. Tuttavia, i nuovi IVS di recente approvati, **in vigore dal 31 gennaio 2025**, considerano i fattori ESG ai fini della valutazione d'azienda pur senza prevedere l'introduzione di nuovi approcci e/o metodi di stima. In tali nuovi Principi sono presenti avvertenze di carattere generale che lasciano ampio spazio al valutatore nell'individuare **quali fattori ESG sono significativi nell'ambito della metodologia adottata**, ricorrendo ai principi di significatività, di misurabilità e di ragionevolezza indicati dagli IVS. In particolare:

- viene introdotto il principio di **significatività** dei fattori ESG nella valutazione, che possono avere un impatto sia **quantitativo** sia **qualitativo** sulla stima;
- al valutatore viene richiesto di individuare i fattori ESG **rilevanti** ai fini della stima, fattori **misurabili** e ritenuti **ragionevoli**;
- sono previste specifiche nuove attività che il valutatore deve condurre nella scelta e determinazione dei **parametri valutativi** da utilizzare nella stima (per i moltiplicatori e il DCF in particolare).

In merito a quest'ultimo aspetto, nell'ambito del metodo delle **transazioni comparabili** il paragrafo A10.08 del nuovo principio "IVS 103- Valuation approaches" specifica che il valutatore, nella scelta delle transazioni comparabili dovrebbe 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:

"Il valutatore 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".

Inoltre, nell'ambito del **Discounted Cash Flow** (DCF) il paragrafo A20.21 nel trattare della determinazione del **Terminal Value** specifica che il valutatore dovrebbe considerare anche i rischi e le opportunità associati alle caratteristiche ambientali, sociali e di governance dell'attività in oggetto. Allo stesso modo il successivo paragrafo A20.37 specifica, in merito alla costruzione del **tasso di attualizzazione**, che *"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"*

”.

I pilastri del valore aziendale

Poiché il valore aziendale è funzione di tre pilastri - i **flussi prospettici**, il **rischio** e la **crescita** – il valutatore è tenuto ad accertare se e come i fattori ESG incidano su tali aspetti e con quali effetti, di breve e lungo termine, a livello quantitativo e qualitativo. La sede corretta per esperire tale attività è l'applicazione dell'**analisi fondamentale** nelle sue diverse fasi definite dai PIV (III.1.2). Ad esempio, in caso di applicazione del metodo **Discounted Cash Flow** occorre valutare gli effetti delle azioni strategiche e operative poste in essere dall'azienda in ambito ESG, sui flussi finanziari attesi sia nel periodo di **previsione esplicita da piano**, sia in sede di determinazione del *terminal value*. Sul fronte dei ricavi, ad esempio, si potrebbero prevedere i benefici di un *premium price* a fronte del maggiore impegno sociale e/o ambientale dell'impresa, oppure uno stesso aumento della clientela. I fattori ESG possono poi avere un effetto riduttivo sulla determinazione dei **tassi di attualizzazione**, sia in termini di minore onerosità del costo del debito, sia in termini di una minore dimensione del fattore beta. Ma non necessariamente le iniziative ESG generano comunque un effetto positivo sui flussi finanziari. È anzi possibile un incremento dei **costi operativi e generali**, oppure la realizzazione di **investimenti** che spesso comportano una significativa riduzione dei flussi finanziari disponibili nel breve termine. Nel breve periodo il percorso di sostenibilità intrapreso da un'azienda potrebbe rilevarsi "*antieconomico*", ma con presumibili maggiori rendimenti attesi in una visione a lungo termine. Per tali ragioni il valutatore è tenuto ad acquisire nuove competenze e conoscenze che gli consentano di integrare correttamente sia **la base informativa** con i documenti e le informazioni relative ai fattori ESG, che l'**analisi fondamentale**. *NdR: [La rivalutazione delle quote societarie con il Discounted Cash Flow](#)*

La base informativa

Per considerare adeguatamente i fattori ESG nelle valutazioni d'azienda è necessario, quindi, ampliare la base informativa raccogliendo ed organizzando opportunamente documenti e informazioni. La principale fonte ove il valutatore può innanzitutto attingere è l'eventuale *disclosure* di sostenibilità predisposto dall'impresa ai sensi della normativa vigente o su base volontaria: il **Bilancio di sostenibilità**, il Report di sostenibilità e *Integrated Reporting*, il **Rating ESG** e Altri documenti e informazioni sui fattori ESG, inclusi eventuali cenni nella Relazione sulla gestione. Specie, ma non solo, nei casi di reportistica volontaria andrà preliminarmente valutata l'**affidabilità** e la utilizzabilità delle informazioni contenute. In merito ai fattori da esaminare la Guida del CNDCEC propone di fare

riferimento all'Appendice B della bozza del principio VSME ESRS – principio che ha lo scopo di incentivare le PMI a predisporre volontariamente la dichiarazione di sostenibilità – e che appunto individua le questioni di sostenibilità di maggiore rilevanza che le PMI possono considerare ai fini della rendicontazione: a titolo indicativo, nella **Tabella 2** della Guida viene riportata una **sintetica elencazione dei fattori** distinti tra **E, S e G**. Il Documento del CNDCEC, inoltre, include una interessante *Check List* (**Tabella 4**) che consente all'esperto di valutare la **qualità** ed **esaustività** delle informazioni sulle tematiche ESG pubblicate dalle società. Molto diversa invece è la situazione in cui una PMI non predisponga una specifica rendicontazione di sostenibilità. In tale contesto i fattori ESG rilevanti e le relative informazioni dovrebbero essere raccolte direttamente dall'impresa, ma il valutatore potrebbe essere comunque tenuto a reperire le informazioni facendo ricorso a banche dati o ad altri strumenti di consultazione e ricerca.

I fattori significativi

Non tutti i fattori ESG devono essere considerati dal valutatore ai fini della propria attività estimativa. Costruita la base informativa, l'esperto dovrà infatti individuare, anche all'interno dell'analisi fondamentale, quali siano i fattori di sostenibilità emersi che debbano essere considerati **significativi**, in quanto suscettibili di **avere riflessi in termini valutativi**. Per ciascun fattore, quindi, dovrà valutare se ha una **rilevanza di impatto e finanziaria** per l'impresa target, e quali sono i *driver* di valore influenzati (flussi, tassi e crescita), determinando gli effetti anche di tipo *"quantitativo"* sulla stima dell'impresa. Le modalità con cui va espressa l'opinione sulla dimensione valutativa delle tematiche ESG sarà oggetto del secondo volume che verrà prossimamente pubblicato dal CNDCEC.

Conclusioni

Per valutare quelle imprese che abbiamo adottato o siano comunque impegnate nel perseguimento degli obiettivi ESG, non è necessario ricorrere a nuovi approcci metodologici, essendo **confermata l'idoneità delle classiche tecniche presenti in dottrina** e delineate nei Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV). È invece necessario che il valutatore:

- abbia un'**adeguata conoscenza dei temi ESG**, sia con riferimento al quadro giuridico nazionale ed internazionale, che ai documenti emanati dalle organizzazioni internazionali (EFRAG, IFRS, etc.);
- includa nella **base informativa** le evidenze tratte dall'analisi dei fattori ESG, all'interno delle informazioni che possono essere ritenute più significative sia ai fini della scelta della metodica, del criterio o del metodo di valutazione, che della sua concreta applicazione;

- consideri l'impatto dei fattori ESG nell'analisi dello scenario macro-economico e nell'**analisi strategica aziendale** (modello di business, rischi, risultati);
- individui quegli elementi che evidenziano il perseguimento degli obiettivi ESG e, se significativi, **sappia darne rilievo in chiave valutativa**, sviluppando capacità di correlazione tra questi elementi e quelli che vengono direttamente considerati nel procedimento di stima.

NdR: potrebbero interessarti anche... [La valutazione di azienda col metodo dei multipli](#) [La valutazione di aziende e quote societarie con il metodo reddituale](#)

Alessandro Scaranello Venerdì 20 settembre 2024

Software Valutazione Aziendale (con relazione)

di Net Consulting - Commercialista Telematico

Software per stimare il valore di aziende e quote di partecipazione. E' anche possibile valutare il costo e la convenienza della rivalutazione della quota. Il programma è adatto sia per CTU (perizie giurate, trasformazioni, fusioni etc.) che per perizie di parte. Costantemente aggiornato sia a livello normativo che metodologico. Versione 2023.

Valutazione Aziendale è il software della gamma Top Value per **stimare in modo professionale il valore di aziende e quote di partecipazione**, utilizzando e confrontando i diversi **Metodi di Valutazione**, di natura sia economica che finanziaria, conformi ai *Principi Italiani di Valutazione* (PIV):

- Metodo patrimoniale puro
 - Metodo reddituale
- Metodo misto patrimoniale-reddituale
 - Metodo finanziario D.C.F.
 - Metodo dei Multipli
 - Metodo E.V.A.

Il programma è adatto sia **per CTU** (perizie giurate, trasformazioni, fusioni etc.) che **per perizie di parte**.



[SCOPRI DI PIU' >](#)