

Come cambia la valutazione aziendale alla luce del dlgs che recepisce la direttiva Ue Csr

# Esg, debutto nelle due diligence

I criteri ambientali, sociali e di governance riducono i rischi

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

I criteri ambientali, sociali e di governance entrano di diritto nella valutazione aziendale. Nei rendiconti sulla sostenibilità, infatti, le imprese dovranno considerare non soltanto il perimetro di riferimento del bilancio ma includere anche i nuovi standard sui cosiddetti Esg durante l'attività di due diligence.

Sono questi gli effetti del decreto legislativo per il recepimento della Direttiva (Ue) 2022/2464, nota come Corporate sustainability reporting directive (Csr), approvato dal Consiglio dei ministri lo scorso 30 agosto e che segna una svolta significativa in termini di compliance e accountability.

Per le aziende già impegnate nella sostenibilità, l'adeguamento ai nuovi requisiti rappresenta un'opportunità per valorizzare ulteriormente le proprie pratiche Esg e rafforzare la propria posizione competitiva. L'approccio Esg rappresenta infatti uno strumento di riduzione del rischio in grado di consentire alle imprese di essere competitive anche sul medio-lungo termine e, dunque, di impattare in misura rilevante sul valore aziendale.

**Aspetti sociali e governance: il cuore della due diligence moderna.** L'attenzione agli aspetti sociali, come il benessere dei dipendenti e le politiche di welfare, è diventata fondamentale. La carenza di attenzione a questi aspetti può portare alla perdita di personale chiave, causando un depauperamento del valore aziendale.

In termini di governance, la struttura del consiglio di amministrazione, la trasparenza nelle pratiche di gestione e l'etica aziendale sono diventati criteri imprescindibili nella valutazione. Una governance debole può aumentare i rischi di investimento e ridurre la fiducia degli stakeholder. Ciò spinge le imprese a comunicare adeguatamente quanto i criteri Esg siano parte del proprio modello di business e delle strategie di investimento.

I fattori Esg possono essere identificati principalmente attraverso l'eventuale disclosure di sostenibilità che la Pmi ha predisposto in conformità con la normativa vigente o seguendo il framework, le linee guida e gli standard principali riconosciuti a livello internazio-

L'impatto dei fattori Esg sui modelli di valutazione	
Variabili	Fattori
Flussi di cassa	<ul style="list-style-type: none"> <li>Equilibrio tra le diverse variabili Esg o concentrazione su alcune specifiche</li> <li>Investimenti mirati all'adozione di strategie di sostenibilità</li> <li>Rendimento degli investimenti orientati alle politiche Esg</li> <li>Miglioramento della competitività aziendale sul mercato grazie all'implementazione di strategie conformi ai criteri Esg</li> </ul>
Costo del capitale	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rating Esg</li> <li>Espansione del mercato target</li> <li>Effetti sul coefficiente beta</li> <li>Attenzione agli interessi di stakeholder focalizzati su aspetti diversi dalle sole performance economico-finanziarie</li> <li>Benefici intangibili, come reputazione e credibilità, derivanti dall'adozione di pratiche sostenibili nell'attività aziendale</li> </ul>
Valore finale	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nell'analisi prospettica del mercato, come parte del valore terminale, l'adozione di strategie conformi ai criteri Esg e le relative performance possono rappresentare un valore aggiunto nel processo di valutazione</li> </ul>

nale. Ulteriori informazioni possono trovarsi nella relazione sulla gestione redatta dall'organo amministrativo.

Qualora l'azienda non abbia prodotto alcun report di sostenibilità, le informazioni rilevanti per l'individuazione dei fattori Esg dovrebbero essere raccolte direttamente dall'impresa, oltre che tramite banche dati o altri strumenti di consultazione e ricerca.

**L'impatto dei fattori Esg sui modelli di valutazione.** Nel modello di valutazione basato sui flussi finanziari unlevered (Udcf), l'adozione di una strategia aziendale allineata ai principi Esg non modifica la metodologia di valutazione, ma può avere un impatto sulle variabili considerate nel processo.

I fattori Esg, infatti, possono impattare sia sui flussi finanziari previsti che sul costo del capitale. Gli aspetti ambientali, sociali e di governance rappresentano rischi che possono influenzare il raggiungimento degli obiettivi di business e la loro analisi è essenziale per comprendere la fattibilità delle strategie aziendali.

Per esempio, i rischi ambientali legati ai cambiamenti climatici o alla gestione inefficace delle risorse possono compromettere la continuità aziendale, influenzando negativamente i flussi di cassa. Al contrario, aziende che investono in pratiche sostenibili, come l'autoproduzione di energia elettrica, possono

beneficiare di margini migliorati e di una maggiore resilienza in contesti di aumento dei costi energetici.

Tra le fonti informative da considerare ci sono i rating Esg e i report di sostenibilità delle aziende. È importante esaminare e quantificare con precisione l'impatto dei fattori individuati sulle operazioni aziendali, sulle modalità di finanziamento e sui flussi di cassa per ciascuna impresa. Utilizzando l'approccio valutativo basato sul metodo del Discounted cash flow (Dcf), una modalità per includere i fattori Esg consiste "nell'adattare" il tasso di sconto (Wacc).

Di conseguenza, le aziende con punteggi bassi nei rating Esg tendono a presentare un profilo di rischio più elevato, il che potrebbe giustificare l'uso di un tasso di sconto maggiore, depauperando in tal modo il valore aziendale.

Un altro approccio consolidato e ampiamente utilizzato per la valutazione delle aziende, oltre al metodo Dcf, è l'analisi dei multipli. Per esempio, nell'analisi del multiplo P/E (Prezzo/Utile), i fattori Esg possono essere integrati attraverso un "aggiustamento" del multiplo stesso. Questo aggiustamento può prevedere l'applicazione di un premio per le aziende con buone performance Esg, mentre per quelle con risultati meno favorevoli si potrebbe applicare uno sconto. Sebbene questo metodo sembri relativamente semplice da implementare, analogamente

"all'aggiustamento" del tasso di sconto, introduce un elemento di soggettività rilevante.

**Riduzione del costo del debito e accesso al capitale.** Uno degli impatti più tangibili dei fattori Esg è la riduzione del costo del debito. Molte istituzioni finanziarie, infatti, offrono tassi di interesse ridotti per le aziende Esg compliant, considerandole meno rischiose rispetto alle loro controparti. Questo effetto può tradursi in un aumento del valore aziendale, poiché un minor costo del capitale rende più preziosi i flussi di cassa futuri.

**Il documento del Cndcec sui fattori Esg nella valutazione d'azienda.** Il Cndcec ha pubblicato lo scorso 8 agosto 2024 una guida operativa dal titolo "I fattori Esg nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa", destinata a fornire supporto ai professionisti nell'integrazione dei fattori Esg durante la valutazione delle Pmi italiane, offrendo un'analisi approfondita delle modalità operative per raccogliere e organizzare in modo strutturato la documentazione necessaria, propedeutica al processo valutativo (si veda *ItaliaOggi Sette* del 19 agosto).

Le indicazioni presenti sono principalmente di carattere orientativo, tenendo conto della vasta gamma di possibilità e configurazioni che i fattori Esg possono assumere nei vari settori in cui le aziende operano.

La guida operativa ha

l'obiettivo di fornire ai valutatori gli strumenti necessari per individuare e interpretare le informazioni Esg nelle Pmi, anche in presenza di dati economico-finanziari prospettici che potrebbero non tenere conto degli effetti dei fattori Esg.

È frequente, soprattutto nelle prime fasi di implementazione dei progetti di sostenibilità, che i piani aziendali non delineino chiaramente le strategie e le azioni operative intraprese dalla Pmi per raggiungere gli obiettivi Esg, né i loro impatti sui flussi economici e finanziari futuri previsti nel piano economico-finanziario.

In questo scenario, i fattori Esg potrebbero essere trascurati, portando a una valutazione incompleta del valore dell'azienda. Il documento mira a fornire ai valutatori un "ponte informativo" per applicare pratiche valutative alle aziende influenzate dai fattori Esg nel loro operato. Un ulteriore obiettivo della guida è dotare i valutatori di strumenti adeguati per integrare la base informativa tradizionale con dati Esg, specialmente in contesti in cui le Pmi potrebbero non aver implementato un adeguato set informativo di sostenibilità.

**Verso un futuro di valutazioni più complesse e consapevoli.** L'integrazione dei fattori Esg nella valutazione delle aziende non è solo una questione di compliance, ma rappresenta una vera e propria rivoluzione nel modo di fare business. Le aziende che ignorano questi fattori rischiano non solo di perdere competitività, ma anche di vedere compromesso il proprio valore di mercato. Al contrario, le imprese che abbracciano la sostenibilità come parte integrante della loro strategia aziendale possono non solo migliorare la propria immagine, ma anche accedere a nuovi capitali e mercati.

L'evoluzione delle pratiche di due diligence per includere una valutazione rigorosa dei rischi Esg è un passo necessario verso un'economia più sostenibile e resiliente. In un contesto dove la sostenibilità non è più un'opzione, ma un imperativo, la valutazione aziendale non può prescindere da un'analisi approfondita degli impatti Esg, che diventa un pilastro fondamentale per il successo a lungo termine.