



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

I FATTORI ESG NELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA: ELEMENTI STRATEGICI, GESTIONALI E INFORMATIVI

MARZO 2026

■ AREE DI DELEGA CNDCEC
Principi contabili e di valutazione

■ CONSIGLIERE DELEGATO
Presidente Elbano de Nuccio

■ COMMISSIONE DI STUDIO CNDCEC
Valutazione d'azienda

■ PRESIDENTE
Giovanni Liberatore



Composizione del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

Presidente

Elbano de Nuccio

Vice Presidente

Antonio Repaci

Consigliere Segretario

Giovanna Greco

Consigliere Tesoriere

David Moro

Consiglieri

Gianluca Ancarani

Marina Andreatta

Cristina Bertinelli

Aldo Campo

Rosa D'Angiolella

Michele de Taponatti

Fabrizio Escheri

Gian Luca Galletti

Cristina Marrone

Maurizio Masini

Pasquale Mazza

Eliana Quintili

Pierpaolo Sanna

Liliana Smargiassi

Giuseppe Venneri

Gabriella Viggiano

Collegio dei revisori

Presidente

Rosanna Marotta

Componenti

Maura Rosano

Sergio Ceccotti



Commissione di studio CNDCEC “Valutazione d’azienda”

Consigliere CNDCEC delegato

Presidente Elbano de Nuccio

Presidente

Giovanni Liberatore*

Segretario

Francesco Dalla Sega*

Componenti

Nicola Agnoli

Gigliola Di Chiara

Massimiliano Farina Briamonte

Giovanni Galeandro

Luca Malfatti* (Coordinatore del Gruppo
di lavoro)

Vittorio Melchionda

Giorgio Pellati

Maurizio Ragno

Maria Francesca Talamonti

Martino Zamboni*

Eugenio Zirone

Ascanio Salvidio

Ricercatori

Matteo Pozzoli, *Ufficio Legislativo CNDCEC **

Nicola Lucido, *Ricercatore FNC*

Alessandra Pagani, *Ricercatore CNDCEC*

* Componente del Gruppo di lavoro



Sommario

PREMESSA	1
CAPITOLO 1 – LA STRATEGIA IN ESSERE	2
1.1. L'ANALISI DELL'IDENTITÀ AZIENDALE	2
1.2. L'ANALISI DEI RISULTATI CONSEGUITI, DELL'AMBIENTE ESTERNO, DEL CONTESTO COMPETITIVO E DEL MERCATO DI RIFERIMENTO	6
1.2.1 L'analisi dei risultati conseguiti	6
1.2.2 L'analisi dell'ambiente esterno, del contesto competitivo e del mercato di riferimento	8
CAPITOLO 2 – LE INTENZIONI STRATEGICHE	12
2.1 SCENARI EVOLUTIVI: RISCHI E OPPORTUNITÀ	12
2.2 EVOLUZIONE DEL SETTORE DI RIFERIMENTO DELL'IMPRESA	14
2.3 IL CONTENUTO DELLE INTENZIONI STRATEGICHE	15
2.4 L'ANALISI RISK ADJUSTED E LA PREVISIONE DELLE INIZIATIVE DI MITIGAZIONE DEI RISCHI	16
2.5 LE INIZIATIVE STRATEGICHE	20
2.5.1 Le iniziative in corso	20
2.5.2 Le iniziative programmate	21
CAPITOLO 3 – L'ANALISI DEL MODELLO DI BUSINESS E I MODELLI PER L'ANALISI STRATEGICA	24
3.1 I MODELLI PER L'ANALISI STRATEGICA	24
3.2 IL BUSINESS MODEL CANVAS	24
3.3 STEP ANALYSIS	32
3.4 SWOT ANALYSIS	33
3.5 MODELLO DELLE FORZE COMPETITIVE	35
3.6 MATRICI DI PORTAFOGLIO (BCG)	35
3.7 MODELLO DEL POSIZIONAMENTO COMPETITIVO	36
CAPITOLO 4 – INTEGRAZIONI DEI FATTORI ESG NEL BUSINESS PLAN	37
4.1 FATTORI ESG E BUSINESS PLAN	37



4.2 L'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO DEL BUSINESS PLAN	38
4.3 LE FONTI INFORMATIVE ALLA BASE DELLE PROIEZIONI FINANZIARIE ED ECONOMICHE	40
4.4 GLI INDICATORI DI PERFORMANCE (KPI)	43
4.5 CONTENUTI CHIAVE DEL BUSINESS PLAN ESG-INTEGRATO	45
4.6 IL MONITORAGGIO DELL'AVANZAMENTO DEL PIANO	48
4.7 VERIFICA DI RAGIONEVOLEZZA DEL BUSINESS PLAN ESG-INTEGRATO NELL'AMBITO DELLA VALUTAZIONE IN SENSO PIENO	50
4.8 L'INTEGRAZIONE DEL BUSINESS PLAN IN ASSENZA DI DIMENSIONE ESG	53



Premessa

Il documento del CNDCEC *“I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa”*, pubblicato nell'agosto 2024, già precisava, in premessa, che la vastità e la complessità intrinseca del processo di valutazione ESG avrebbe necessitato di strutturare la Guida in diversi volumi, mantenendo il riferimento alle piccole e medie imprese (PMI) che, sebbene non abbiano obblighi normativi di rendicontazione inerenti ai richiamati fattori ESG, intendono o sono orientate ad adottare iniziative di sostenibilità. Gli obiettivi dichiarati del suddetto documento erano orientati ad aiutare il valutatore nella costruzione del “ponte informativo” essenziale per applicare le pratiche valutative alle aziende condizionate dai fattori ESG nello svolgimento della loro attività d'impresa e a fornire al valutatore gli strumenti idonei ad integrare la base informativa con le informazioni ESG nei contesti in cui la PMI può non disporre di un set informativo di sostenibilità organico e completo.

Il Principio Italiano di Valutazione (PIV) II.4.3 indica i contenuti minimi che devono essere riportati nella relazione di valutazione e, tra questi, richiama l'analisi fondamentale quale contenuto successivo alla costituzione e all'apprezzamento della base informativa. Successivamente il PIV III.1.2 prevede, relativamente all'analisi fondamentale, le seguenti fasi:

- l'analisi strategica a livello di settore/mercato (o settori/mercati) di riferimento, volta ad individuare le prospettive generali e i fattori critici di successo;
- l'analisi strategica a livello di azienda, per individuare le fonti del vantaggio competitivo e la sua sostenibilità;
- l'analisi della documentazione contabile aziendale, anche di tipo gestionale, per individuare l'evoluzione dei driver di valore;
- l'esame delle previsioni economiche e finanziarie, conseguenti alle scelte relative allo svolgimento dei processi aziendali;
- l'analisi dei dati relativi allo scenario economico e al mercato dei capitali con particolare riferimento ai tassi, ai risultati di società confrontabili e ai giudizi espressi dagli analisti (se disponibili).

L'attuale volume, che si pone come continuazione e integrazione del documento emanato nel 2024, ha l'obiettivo di fornire al valutatore gli strumenti necessari per una solida analisi fondamentale con alcune proposte operative ed esempi che possano costituire un punto di riferimento pratico e un valido supporto per guidarlo nell'applicazione concreta dell'analisi fondamentale.



CAPITOLO 1 – LA STRATEGIA IN ESSERE

1.1. L'analisi dell'identità aziendale

Come detto in premessa, il PIV III.1.2, richiede che l'analisi fondamentale riguardi l'analisi strategica a livello sia di settore e mercato (o settori e mercati) di riferimento che di azienda. La prima è volta ad individuare le prospettive generali e i fattori critici di successo, mentre la seconda ha l'obiettivo di individuare le fonti del vantaggio competitivo e la sua sostenibilità. In particolare, l'analisi della strategia deve riguardare sia quella in essere (oggetto del presente capitolo) che le intenzioni strategiche (oggetto del capitolo n.2). L'analisi della strategia in essere ha lo scopo di fornire un'adeguata consapevolezza delle scelte strategiche assunte nel passato e dei principali risultati in questa direzione conseguiti, oltre a costituire la base sulla quale definire e impostare le strategie future che possono essere in continuità con il passato o, piuttosto, di cambiamento e che, in ogni caso, devono tenere in considerazione l'eventuale mutato scenario di rischi a cui è esposta l'impresa. La comprensione della strategia in essere richiede l'analisi dell'identità aziendale, dei risultati conseguiti, dell'ambiente esterno, del contesto competitivo, del mercato di riferimento e degli elementi distintivi dell'azienda rappresentati dai segmenti di clientela, dai canali di vendita, dalle relazioni con i clienti, dai flussi dei ricavi, dalle risorse e dai partner chiave, dalla struttura dei costi.

L'analisi dell'identità aziendale costituisce, pertanto, il punto di avvio indispensabile per la comprensione della strategia in essere. Si tratta, innanzitutto, di analizzare la vision e la mission dell'impresa, che svolgono la funzione di comunicazione della strategia, rafforzano l'identità dell'organizzazione e l'identificazione dei suoi membri con l'organizzazione stessa. Ciò richiede un'attenzione costante alla comunicazione interna della vision e della mission, l'allineamento degli obiettivi alla vision e alla mission e l'armonizzazione dei sistemi di obiettivi e valori individuali con quelli più ampi dell'organizzazione. Vision e mission descrivono la visione del mercato, l'interpretazione del ruolo dell'azienda nel contesto economico, istituzionale, sociale e ambientale nel quale l'impresa opera. Integrare i fattori ESG nella vision e nella mission significa ridefinire l'identità aziendale, posizionando la sostenibilità al centro della strategia con la conseguente necessità di pianificare eventuali investimenti a supporto di specifiche iniziative (es: tutela dell'ambiente o inclusione). In questo senso può essere utile comprendere la struttura organizzativa e di governance dell'impresa, evidenziando ruoli, responsabilità e strategie aziendali anche in relazione alle questioni di sostenibilità, allo scopo di verificarne la coerenza con la vision e la mission. Il documento del CNDCEC *"I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa"* precisa che, riprendendo quanto previsto dalla CSRD e dagli ESRS, i paragrafi A.10.03-04-05 forniscono un elenco non tassativo dei principali fattori ESG, includendo tra quelli di "Governance" (lettera G dell'acronimo ESG) il fattore di rischio inerente al governo societario e alla struttura sia del comitato il controllo interno e la revisione che del consiglio di amministrazione. Peraltro, tra gli elementi distintivi dell'azienda che devono essere oggetto di analisi rientra la comprensione della misura in cui l'impresa si è dotata di procedure operative e processi formalizzati a supporto degli obiettivi di sostenibilità che si è posta, anche nell'ambito della gestione dell'insieme



dei rischi aziendali; a tale riguardo il suddetto documento del CNDCEC *“I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa”* contiene una check list per l'acquisizione di ulteriori informazioni sulle questioni di sostenibilità relative al sistema di governance di seguito richiamata.

Tabella 1.1. – 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?			
	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>			

DOCUMENTO

I fattori ESG nella valutazione d'azienda:
elementi strategici, gestionali e informativi



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Sistema di governance ESG			SI	NO	Note
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?				
	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?			

DOCUMENTO

I fattori ESG nella valutazione d'azienda:
elementi strategici, gestionali e informativi



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Sistema di governance ESG			SI	NO	Note
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?			
	(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				



Fonte: CNDCEC “I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa”, Tabella 4, p. 46 e ss.

In termini di governance può essere valutata, negli enti maggiormente strutturati, la presenza di un comitato di sostenibilità all'interno del consiglio di amministrazione (ove presente) o di una unità organizzativa ad hoc per la sostenibilità. In assenza di comitati o di unità organizzative ad hoc occorre valutare se sono presenti alcune risorse incaricate di occuparsi anche delle questioni di sostenibilità (es: responsabile acquisti o responsabile amministrazione e finanza). In ogni caso è utile comprendere quali sono le modalità con le quali vengono fissati gli obiettivi e le strategie aziendali e vengono determinati i mezzi per raggiungerli e i soggetti incaricati di monitorarne l'implementazione. Può essere, altresì, utile verificare se l'impresa è stata sottoposta alla valutazione delle proprie performance di sostenibilità (es: scoring o rating ESG), se possiede certificazioni ambientali e sociali inerenti alla condotta aziendale e se rende disponibili informazioni sulla sostenibilità che sono coerenti con la vision e la mission. Peraltro, le certificazioni possono essere richieste anche per la partecipazione a gare d'appalto pubbliche o private, oppure possono essere richieste da specifiche normative di settore ma è anche possibile che l'impresa abbia scelto di ottenerle per motivi interni, allo scopo di riorganizzare la propria attività in modo più efficiente. Sono esempi di certificazioni quelle che rientrano nell'ambito delle certificazioni ambientali, sociali, sulla parità di genere ed il rating di legalità. Nelle imprese di piccole dimensioni non sempre vi è una esplicita indicazione della vision e della mission ma ciò non impedisce di interpretarne il ruolo nel contesto economico, sociale e ambientale nel quale essa opera e, in ogni caso, è sempre possibile verificare se la governance e la struttura organizzativa includono, anche in forma semplificata, ruoli, funzioni e responsabilità a supporto della gestione dei rischi ESG. Il documento del CNDCEC “*I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa*” indica che la sensibilità verso le tematiche ESG può emergere nella relazione sulla gestione da cui il valutatore può evincere considerazioni anche in merito alla descrizione della governance e degli assetti societari. Anche l'eventuale adozione di un codice etico, di un modello di organizzazione e controllo 231 o di procedure in materia di anticorruzione possono essere a supporto dell'analisi della vision e della mission anche qualora esse non dovessero essere indicate in forma esplicita. Può essere, altresì, valutata la presenza di newsletter o di comunicazioni aziendali interne, così come l'inserimento nel sito internet delle operazioni poste in essere per rappresentare l'immagine aziendale sia internamente che esternamente.

1.2. L'analisi dei risultati conseguiti, dell'ambiente esterno, del contesto competitivo e del mercato di riferimento

1.2.1 L'analisi dei risultati conseguiti

L'analisi dei risultati conseguiti è parte integrante della comprensione della strategia in essere e può essere condotta unitamente alla fase dell'analisi fondamentale indicata dal PIV III.1.2 e relativa



all'analisi della documentazione contabile aziendale, anche di tipo gestionale, per individuare l'evoluzione dei driver di valore. Essa riguarda le performance degli ultimi tre o cinque anni, le ragioni degli scostamenti più significativi fra un anno e l'altro, oltre alla comprensione degli effetti sui risultati derivanti da investimenti e scelte strategiche anche di sostenibilità compiute dall'azienda. Può essere condotta a livello consolidato di azienda, ma anche articolata, ad esempio, per canali distributivi, aree geografiche o tipologia di clienti. Deve, altresì, avere ad oggetto grandezze tanto di natura monetaria e finanziaria (es: ricavi, flussi di cassa, margini, investimenti), quanto non monetaria o indicatori di performance (es: numero di nuovi prodotti, numero di brevetti, quote di mercato, dimensioni dell'organico). Nell'ambito dell'analisi dei risultati conseguiti può essere opportuno approfondire, anche sotto il profilo dei rischi ESG, se vi siano stati casi di violazione dei diritti umani o incidenti e infortuni sul lavoro che hanno determinato provvedimenti definitivi o erogazione di sanzioni a carico dell'impresa; in tal senso può essere presa in esame la relazione sulla gestione e le altre fonti informative esistenti, anche di tipo gestionale e non solo contabile. Ai fini dell'analisi dei risultati conseguiti, anche in relazione agli obiettivi ESG eventualmente dichiarati dall'impresa, può essere utile l'acquisizione di informazioni in merito ad alcune tipologie di costo (e al loro andamento nel corso degli anni) o all'avvio di alcune iniziative in ambito ESG intraprese dall'azienda. A titolo di esempio rientrano fra queste le seguenti:

- percentuale del fatturato allineato alla Tassonomia UE per obiettivo ambientale (es: plastiche fabbricate attraverso il riciclaggio di rifiuti di plastica e da materie prime rinnovabili);
- percentuale della spesa in conto capitale allineata alla Tassonomia UE per obiettivo ambientale;
- investimenti in tecnologie per il monitoraggio dei rischi climatici;
- costo per consumo di acqua;
- costo per imballaggi riciclabili;
- costo per l'adozione di certificazioni di sostenibilità;
- costo per consumo di energia da fonti rinnovabili;
- costo di formazione per dipendente e per tipologia di formazione;
- costi per iniziative volte a minimizzare impatti negativi, mitigare rischi o promuovere opportunità per il territorio circostante o per la propria forza lavoro (es: collaborazioni con associazioni del territorio, accordi con enti pubblici o privati per svolgere attività a favore della comunità locale, collaborazioni con istituti di formazione, adesione a programmi di alternanza scuola – lavoro o per la promozione di attività di apprendistato, progetti di rigenerazione urbana);
- costi per la fornitura di dispositivi di protezione individuale e per la prevenzione di incidenti;
- costi per iniziative di welfare aziendale;
- costi, investimenti e iniziative di diversificazione della catena di fornitura e di vendita;
- investimenti e costi per la progettazione di prodotti e servizi atti a mantenere segmenti di clientela consapevoli verso i criteri ESG;
- investimenti volti a mitigare i rischi derivanti da un aumento dei costi dell'energia e a ridurre la dipendenza da fornitori esterni (es: impianti fotovoltaici o di biomasse);



- investimenti per la mobilità sostenibile del personale dipendente;
- iniziative di due diligence dei partner commerciali e della catena di fornitura.

È evidente, peraltro, che l'analisi dei risultati conseguiti può fornire utili indicazioni in merito alle eventuali iniziative da intraprendere nella formulazione delle intenzioni strategiche (si veda Capitolo 2). A titolo di esempio:

- la riduzione dei margini (grandezza economica) imputabile ad un significativo aumento del costo dell'energia, conseguente a politiche di contrasto al cambiamento climatico (fattore E), può orientare verso investimenti in nuove fonti energetiche;
- un elevato turnover del personale dipendente (KPI – indicatore di performance attinente al fattore S), può comportare scelte che vanno nella direzione di investire in formazione o in iniziative di welfare;
- una riduzione del fatturato (grandezza economica) imputabile alla perdita di clienti strategici in conseguenza della mancanza di certificazioni o di specifici compliance program (fattore G) può richiedere la previsione di costi per l'acquisizione di quelle certificazioni o per l'implementazione di quei compliance program.

1.2.2 L'analisi dell'ambiente esterno, del contesto competitivo e del mercato di riferimento

Le analisi dell'ambiente esterno, del contesto competitivo e del mercato di riferimento riguardano il settore o i settori di appartenenza dell'impresa, la valutazione dell'attrattività di tale settore o settori (es: potenzialità di crescita e redditività), il posizionamento dell'impresa rispetto ai suoi concorrenti e la descrizione dell'azione delle forze competitive. È fondamentale analizzare il settore di riferimento e determinarne la dimensione, in quanto è funzionale alla individuazione dei fattori chiave di successo e, inoltre, il livello di maturità del settore è indicativo delle prospettive di crescita futura dello stesso.

La comprensione dell'ambiente esterno, del contesto competitivo e del mercato di riferimento può avvenire attraverso l'utilizzo di molteplici modelli o framework di analisi, per una descrizione dei quali si rimanda al capitolo 3 *“L'analisi del modello di business e i modelli per l'analisi strategica”*.

Rientrano, poi, nell'ambito dell'analisi fondamentale, le fasi di cui al PIV III.1.2 relative all'esame delle previsioni economiche e finanziarie e dei dati relativi allo scenario economico e al mercato dei capitali con particolare riferimento ai tassi, ai risultati di società confrontabili e ai giudizi espressi dagli analisti (se disponibili)¹.

In generale può risultare utile l'analisi dei dati inerenti:

¹ La check list 1.1 contiene un elenco esemplificativo e non esaustivo dei principali indicatori macroeconomici utili ai fini della comprensione dell'ambiente nel quale opera l'impresa



- la congiuntura e le previsioni, che monitorano l'andamento dell'economia attraverso indicatori su Prodotto Interno Lordo (PIL), industria, occupazione e finanza pubblica;
- gli scenari geoeconomici che esaminano il contesto globale, valutando l'impatto di accordi ed eventi internazionali;
- le tendenze industriali che indagano la trasformazione dei settori produttivi e dei territori, fornendo dati utili alla definizione delle strategie aziendali;
- le politiche economiche fiscali e monetarie, che offrono basi concrete per decisioni strategiche.

I fattori ESG, infatti, influenzano e sono influenzati dai principali aggregati macroeconomici; a titolo di esempio:

- Prodotto Interno Lordo (PIL) e crescita: investimenti in tecnologie ecosostenibili (fattore E) e pratiche lavorative eque (fattore S) possono stimolare l'innovazione e la produttività, influenzando la crescita economica nel lungo periodo;
- Inflazione e tassi d'interesse: la transizione energetica (fattore E) può generare nel breve termine un'inflazione legata ai costi di transizione ed eventuali politiche monetarie restrittive di contrasto al fenomeno inflattivo potrebbero comportare un aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali;
- Occupazione e salari: i fattori sociali (S), come la diversità e la sicurezza sul lavoro, possono influenzare la produttività e la qualità dell'occupazione, che costituiscono un fattore chiave per la stabilità macroeconomica.

Si indica di seguito un elenco esemplificativo delle principali fonti alle quali attingere per la raccolta dei dati

- <https://www.consensuseconomics.com>
- <https://www.imf.org>
- <https://www.ecb.europa.eu>
- <http://www.bancaditalia.it>
- <https://www.istat.it>
- <https://www.prometeia.it>
- <http://www.assogestioni.it>
- <http://www.ance.it>
- <https://www.confindustria.it>
- <https://www.abi.it>
- <http://www.consob.it>
- <http://www.mef.gov.it/>
- <https://www.mise.gov.it>
- https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts_en
- <https://www.sace.it/>
- <http://www.camcom.gov.it>



- <http://www.infomercatiesteri.it>
- <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- <https://comtradeplus.un.org/>
- <https://www.oecd.org/en/publications.html>
- <https://www.ice.it>

In generale l'analisi della strategia in essere deve consentire al valutatore di comprendere se e in quale misura le intenzioni strategiche rappresentano una discontinuità rispetto al passato e quanto la strategia in essere e le intenzioni strategiche sono fra loro coerenti.

Tabella 1.2. - Checklist Principali indicatori macroeconomici utili ai fini della comprensione dell'ambiente nel quale opera l'impresa

Ambito	Descrizione
Attività economica e mercato del lavoro	Prodotto interno lordo (PIL) e principali componenti della domanda
Attività economica e mercato del lavoro	Rapporto deficit/PIL e debito/PIL
Attività economica e mercato del lavoro	Clima di fiducia dei consumatori
Attività economica e mercato del lavoro	Reddito e risparmio delle famiglie consumatrici
Attività economica e mercato del lavoro	Occupazione e tasso di disoccupazione
Attività economica e mercato del lavoro	Variazioni percentuali delle retribuzioni contrattuali e del costo del lavoro
Prezzi	Inflazione al consumo e suo tasso di variazione
Prezzi	Indice delle compravendite e dei prezzi delle abitazioni
Prezzi	Andamento dei prezzi dell'energia
Esportazioni e bilancia dei pagamenti	Esportazioni di beni in valore
Esportazioni e bilancia dei pagamenti	Saldo della bilancia dei pagamenti

DOCUMENTO

I fattori ESG nella valutazione d'azienda:
elementi strategici, gestionali e informativi



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Ambito	Descrizione
Situazione finanziaria di famiglie e imprese	Debiti finanziari delle famiglie
Situazione finanziaria di famiglie e imprese	Composizione percentuale dell'indebitamento delle imprese
Crediti e banche	Prestiti bancari al settore privato (a valore e variazione percentuale su dodici mesi)
Crediti e banche	Tassi di interesse sui nuovi prestiti
Previsioni macroeconomiche	Previsioni su crescita e inflazione



CAPITOLO 2 – LE INTENZIONI STRATEGICHE

2.1 Scenari evolutivi: rischi e opportunità

Il passo successivo rispetto all'analisi della strategia in essere consiste nel fornire la visione d'insieme del profilo strategico che si intende perseguire. Allo scopo di definire una strategia sostenibile è necessario non solo analizzare l'ambiente esterno di riferimento ma anche anticiparne le possibili e prevedibili evoluzioni. La probabilità di successo della strategia dipende anche dal contesto competitivo e dal posizionamento dell'azienda rispetto alle opportunità di business e ai rischi emergenti che, tipicamente, si collocano in una fase di transizione e, spesso, sono ancora poco chiari e non completamente mappati.

L'anticipazione degli scenari evolutivi è fondamentale per cogliere le sfide del contesto esterno e per individuare le azioni di mitigazione necessarie per fronteggiare i rischi futuri ed emergenti, intesi sia come minaccia che come opportunità. L'analisi dell'evoluzione dell'ambiente generale ha l'obiettivo di identificare i fattori esterni che possono avere un impatto sull'impresa e cogliere i trend di cambiamento dei fattori sociali, tecnologici, regolamentari e ambientali. Per i fattori sociali si può citare la propensione all'uso in luogo della proprietà; per i fattori tecnologici, la digitalizzazione o il fenomeno di big data e dell'intelligenza artificiale; per i fattori regolamentari, il crescente peso e la crescente complessità della regolamentazione; per i fattori ambientali, il cambiamento climatico con il conseguente aumento degli eventi catastrofici e del rischio di biodiversità.

Pertanto, negli ultimi quarant'anni, i processi di pianificazione strategica si sono fondati su ipotesi di stabilità macroeconomica strutturale. I piani industriali prevedevano traiettorie di crescita costante, pianificabili nel medio-lungo termine, in contesti macroeconomici essenzialmente stabili. Questo approccio metodologico, sebbene pienamente ragionevole in un'epoca caratterizzata da stabilità relativa, globalizzazione progressiva e prevedibilità dei cicli economici, è divenuto sempre meno aderente alla realtà contemporanea. Questa transizione non è repentina né isolata, ma radicata in "megatrend" che hanno caratterizzato il contesto europeo e globale negli ultimi decenni. Per quasi ottant'anni – dal dopoguerra sino al primo decennio del nuovo millennio – le PMI italiane si sono mosse in un mercato europeo, e globale, che presentava condizioni geopolitiche e macroeconomiche sostanzialmente favorevoli: pace relativa, stabilità istituzionale, crescita economica sostenuta, globalizzazione progressiva e interconnessione crescente dei mercati. Questi fattori hanno creato un contesto strategico stabile, favorevole alle previsioni di lungo termine e alla pianificazione lineare. Le incertezze erano di norma rappresentate da variabili intra-ciclo, facilmente controllabili attraverso i tradizionali strumenti di analisi e di management.

Tuttavia, negli ultimi anni ci stiamo confrontando con un cambio di paradigma di portata significativa. A partire dai primi anni 2010 e, ancor più dalla seconda metà del decennio, si sono manifestati una serie di shock sistemici di natura strutturale: la pandemia da Covid-19, le tensioni geopolitiche rinascenti, le tecnologiche dirompenti, i vincoli climatici e ambientali crescenti. Questi fattori hanno



fratturato quella stabilità apparente e hanno trasformato l'incertezza da fenomeno marginale a elemento strutturale del contesto competitivo, che impone una riflessione critica sulle modalità di valutazione dei piani aziendali su cui si basa la valutazione aziendale.

In questo contesto di elevata incertezza strutturale, l'esperto valutatore non può, quindi, continuare a basare il proprio giudizio su un'unica traiettoria di crescita o su assunzioni implicite di stabilità macroeconomica. È piuttosto necessario sviluppare una visione multi-scenario che riconosca esplicitamente come i fattori esogeni possano impattare significativamente su performance aziendali, modello di business e generazione di valore nel medio-lungo termine.

Come è noto, nel linguaggio della teoria del rischio e della strategia, il rischio è tradizionalmente espresso come funzione della probabilità di un evento sfavorevole moltiplicata per l'impatto economico che genera:

Rischio = Probabilità × Impatto

Tuttavia, nell'era contemporanea di incertezza strutturale, questa formula acquista una complessità crescente. Eventi che un decennio fa sarebbero stati classificati come low-probability – e dunque trascurabili, da un punto di vista statistico, ai fini della pianificazione strategica – manifestano oggi una probabilità non più trascurabile. Contemporaneamente, il potenziale impatto di tali eventi sui modelli di business e sulle opportunità di mercato è spesso sistematicamente sottovalutato nelle formulazioni delle intenzioni strategiche. La combinazione di un aumento della probabilità e di una sottovalutazione cronica dell'impatto genera un profilo di rischio estremamente distorto, se valutato con le metriche del passato.

Diventando sempre più complicato prevedere cosa accadrà a livello macroeconomico, è necessario interrogarsi su come l'azienda considera scenari radicalmente alternativi e comprende i driver di resilienza organizzativa necessari a poter operare in questo contesto incerto.

Ad esempio, consideriamo il megatrend della transizione energetica e ambientale. Un'azienda che anticipi proattivamente il passaggio a modelli di business maggiormente sostenibili ed efficienti dal punto di vista ambientale potrebbe beneficiare di: accesso privilegiato al capitale a basso costo (favorito dalla crescente sensibilità degli investitori ai fattori ESG); una reputazione superiore presso segmenti di clientela consapevoli e disponibili a pagare un premium per prodotti/servizi sostenibili; una ridotta vulnerabilità a futuri shock normativi e regolamentari; una migliore relazione con stakeholder critici (istituzioni pubbliche, comunità locali, dipendenti qualificati), posizionamento e *reputation* che direttamente impattano sulla valorizzazione dei brand e, in ultima istanza, un'adesione a principi valoriali sempre più necessariamente vocati a preservare risorse limitate che incontrano sempre più le tendenze delle nuove generazioni. Al contrario, un'azienda che ignori o rimandi queste tendenze potrebbe trovarsi esposta a rischi significativi: svalutazione di asset, incremento dei costi operativi legati a compliance normativa, perdita progressiva di competitività su segmenti di mercato in evoluzione, difficoltà nel reperimento di finanziamenti a tassi concorrenziali.



Questo ragionamento vale per ogni megatrend strutturale identificato. La digitalizzazione e l'intelligenza artificiale non rappresentano un rischio uniforme per tutti i settori, ma un'opportunità altamente selettiva per chi sa anticiparla e governarla. La geo politicizzazione dell'economia non colpisce allo stesso modo aziende con catene di fornitura diversificate versus quelle geograficamente concentrate. La scarsità di risorse naturali non impatta indistintamente, ma premia chi ha investito in efficienza e in modelli di economia circolare.

2.2 Evoluzione del settore di riferimento dell'impresa

Un aspetto critico spesso trascurato è che l'incertezza strutturale non genera esclusivamente rischi simmetrici e diffusi; essa genera invece rischi e opportunità asimmetricamente distribuiti tra i diversi operatori del mercato. Ciò ha implicazioni significative per la valutazione d'azienda, in particolare nel contesto della fase di analisi fondamentale dove l'esperto deve cercare di identificare se sono stati correttamente identificati i fattori critici settoriali e la posizione relativa dell'azienda nel fronte della transizione (PIV III.1.24).

La ragione di questa asimmetria risiede nella capacità differenziale delle imprese di adattarsi ai megatrend strutturali che caratterizzano l'evoluzione dei settori. Quando un megatrend emerge — sia esso la transizione climatica, l'economia circolare o l'evoluzione demografica — il suo impatto non è uniforme. Al contrario, crea vincoli ineludibili per alcuni operatori mentre genera spazi di opportunità competitiva per altri. L'esperto deve quindi cercare di individuare come i diversi business model sono esposti a questi cambiamenti e, soprattutto in questa fase di analisi fondamentale, se ne hanno adeguatamente tenuto in considerazione nel processo di pianificazione.

Consideriamo il trend della transizione climatica applicato a settori apparentemente distanti. Nel settore automobilistico, la transizione verso la mobilità elettrica rappresenta una discontinuità tecnologica tale da invertire l'ordine competitivo consolidato: produttori tradizionali devono reinventare l'intera supply chain, le competenze produttive e i modelli di servizio, mentre nuovi entranti con competenze native nell'integrazione dei software e del funzionamento delle batterie, accumulano vantaggi nel posizionamento sul mercato. Una casa automobilistica con elevata dipendenza da motori termici e supply chain dedicate affronta rischi strutturali diversi da un costruttore che ha anticipato il percorso di transizione attraverso investimenti precoci in R&D e partnership strategiche.

Nel settore funiviario e della mobilità di montagna, il trend climatico manifesta invece una vulnerabilità ancora più radicale: la riduzione dei giorni di sci stagionali per via dell'aumento delle temperature rappresenta un vincolo per il business model stesso. Gli operatori in questa industria non possono "adattarsi" nel medesimo modo di un'impresa automobilistica; devono piuttosto reinventare completamente il valore verso offerte complementari (turismo estivo, servizi per comunità alpine). L'asimmetria emerge chiaramente: chi rimane passivo rischia l'obsolescenza



strutturale, chi anticipa la diversificazione ha l'opportunità di rafforzarsi da queste condizioni di vincolo.

L'opportunità e il rischio non sono simmetrici: dipendono dalla posizione di partenza, dalle intenzioni strategiche, dalla velocità di adattamento e dalla propensione all'anticipazione, tutti elementi che, più in generale, caratterizzano la cultura aziendale. L'esperto deve quindi svolgere un'analisi che superi la semplice descrizione del settore, concentrandosi sulla mappatura di:

- quali megatrend ESG possono influenzare il settore di riferimento;
- l'intensità con cui tali trend esercitano il loro impatto;
- la velocità prevista della loro evoluzione;
- la posizione dell'azienda rispetto a questi scenari.

2.3 Il contenuto delle intenzioni strategiche

Per capire come l'azienda si pone in un contesto macroeconomico e in quello di settore impattati fortemente da fattori ESG, l'esperto deve analizzare in via prioritaria il dettato strategico dell'impresa e, successivamente, le intenzioni strategiche che ne derivano. Il dettato strategico fa capire all'esperto sinteticamente che ruolo vuole avere la società in questo contesto e come ci vuole arrivare.

Le intenzioni strategiche, invece, secondo la definizione di Borsa Italiana, rappresentano le scelte dichiarate del management circa il ruolo che l'impresa intende rivestire nel contesto competitivo. Più nel dettaglio, *"rappresentano la sintesi del ruolo atteso della società nel settore di riferimento, della value proposition e delle modalità con cui l'impresa intende acquisire un sostenibile vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti attuali e potenziali"* (Borsa Italiana). Queste non costituiscono mere dichiarazioni teoriche, bensì rappresentano un elemento concreto attraverso il quale il management comunica la propria interpretazione dell'ambiente competitivo e le risposte che intende mettere in atto. Le intenzioni strategiche fungono, pertanto, da collegamento critico tra la diagnostica esterna (l'analisi del contesto macroeconomico e settoriale) e le decisioni operative che caratterizzeranno la gestione futura dell'impresa. Per poter valutare adeguatamente le intenzioni strategiche, e quindi il ruolo della società nel settore di riferimento, non si può prescindere da un'analisi che tenga conto dei fattori ESG, del settore in cui opera e, più in generale, del contesto macroeconomico in cui si colloca il medesimo settore. Questa integrazione risulta tanto più rilevante quanto maggiore è l'esposizione dell'azienda a rischi legati a metriche di sostenibilità, transizioni normative o pressioni sociali che caratterizzano il comparto.

Integrare obiettivi di sostenibilità in tali strategie contribuisce a rafforzare l'adattabilità in uno scenario in continua evoluzione. Le intenzioni strategiche, in altre parole, funzionano da segnaletica



all'esperto circa le azioni che il management intende intraprendere a seguito degli stimoli provenienti dal contesto macroeconomico e dall'evoluzione del settore di appartenenza impattati dai fattori ESG. Esse consentono al valutatore di comprendere non solo "cosa" l'azienda intende fare, ma soprattutto il "perché" sottostante a tali scelte, rivelando la capacità del management di interpretare come i fattori ESG hanno risvolti su megatrend e le discontinuità settoriali. Di conseguenza, nel redigere le intenzioni strategiche può essere rimesso in discussione il modello di business di cui al punto precedente. Per esempio, per poter essere attenti alle tematiche ESG il management potrebbe decidere di combinare i fattori produttivi scarsi (es. acqua) in maniera diversa per ridurre gli sprechi o, semplicemente, per essere compliant alla normativa. È proprio questa capacità di lettura e di risposta strategica che costituisce il ponte verso la valutazione vera e propria della sostenibilità competitiva dell'impresa.

2.4 L'analisi risk adjusted e la previsione delle iniziative di mitigazione dei rischi

L'analisi risk-adjusted rappresenta un passaggio metodologico essenziale nella valutazione delle intenzioni strategiche in contesti caratterizzati da elevata incertezza strutturale. Come evidenziato nei paragrafi precedenti, i fattori ESG non costituiscono variabili esogene neutre, bensì determinanti sistemiche che influenzano significativamente la distribuzione probabilistica degli scenari futuri e, di conseguenza, il profilo di rischio-rendimento dell'impresa.

L'esperto valutatore deve verificare se e come l'impresa ha integrato nei propri processi di pianificazione strategica un'analisi risk-adjusted che consideri esplicitamente i rischi e le opportunità derivanti dai fattori ESG. Tale analisi non può limitarsi a un generico riconoscimento di rischi climatici o sociali, ma deve tradursi in una quantificazione rigorosa dell'impatto potenziale di tali fattori sui flussi di cassa attesi, sulla volatilità dei risultati economico-finanziari e sulla sostenibilità del modello di business nel medio-lungo termine.

I rischi ESG possono essere classificati in diverse categorie, ciascuna con caratteristiche distintive in termini di probabilità di manifestazione, impatto economico-finanziario e orizzonte temporale:

- **Rischi fisici:** derivano direttamente dagli effetti del cambiamento climatico e del degrado ambientale. Si distinguono in rischi acuti (eventi estremi come alluvioni, siccità, ondate di calore) e rischi cronici (innalzamento del livello del mare, variazioni delle temperature medie, desertificazione). Un'azienda con stabilimenti produttivi in aree geografiche vulnerabili o dipendente da risorse naturali scarse deve necessariamente incorporare questi rischi nella propria pianificazione strategica. Ad esempio, un'impresa agricola che non consideri l'aumento della frequenza di eventi siccitosi rischia di sottostimare significativamente la volatilità dei propri ricavi futuri e sovrastimare la capacità produttiva media.



- Rischi di transizione: emergono dal processo di adattamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Comprendono rischi normativi (introduzione di carbon tax, sistemi di emission trading, divieti su determinate tecnologie), rischi tecnologici (obsolescenza di asset ad alta intensità carbonica, necessità di investimenti in nuove tecnologie), rischi di mercato (cambiamento delle preferenze dei consumatori, riduzione della domanda per prodotti ad alto impatto ambientale) e rischi reputazionali (perdita di fiducia da parte di stakeholder critici). Un'impresa del settore automotive tradizionale che non preveda investimenti significativi nella mobilità elettrica si espone a un rischio di transizione elevato, con potenziali impatti sia sui ricavi (perdita di quote di mercato) sia sui costi (necessità di investimenti tardivi e più onerosi).
- Rischi sociali: riguardano le relazioni con i dipendenti, le comunità locali e la catena di fornitura. Includono rischi legati alla sicurezza sul lavoro, al rispetto dei diritti umani, alla diversità e inclusione, alle condizioni di lavoro nella supply chain. Un'impresa che opera in settori ad alta intensità di manodopera o con catene di fornitura complesse deve considerare il potenziale impatto di controversie sociali, sanzioni normative o boicottaggi da parte dei consumatori. Ad esempio, un marchio del settore tessile che non effettui controlli rigorosi sulle condizioni di lavoro dei propri fornitori si espone a rischi reputazionali significativi che possono tradursi rapidamente in perdite di fatturato.
- Rischi di governance: derivano da carenze nei sistemi di controllo interno, nella composizione e nel funzionamento degli organi di governo, nella gestione dei conflitti di interesse e nella trasparenza informativa. Sebbene meno direttamente collegati ai megatrend ESG, questi rischi amplificano l'esposizione dell'impresa a tutti gli altri rischi, in quanto una governance inadeguata riduce la capacità di identificare, monitorare e gestire tempestivamente i rischi ambientali e sociali.

A titolo di esempio il valutatore dovrebbe porsi le seguenti domande:

- l'impresa ha fissato dei target per ridurre le emissioni nocive?
- l'impresa ha pianificato azioni e investimenti volti a ridurre l'esposizione al rischio fisico e di transizione connesso al cambiamento climatico?
- contro quale rischio fisico e calamità naturale l'impresa ha stipulato una copertura assicurativa?
- sono stati definiti gli obiettivi da raggiungere relativamente alla riduzione di emissioni di sostanze inquinanti in aria, acqua e suolo?
- sono stati definiti gli obiettivi da raggiungere relativamente alla riduzione dei consumi di acqua e di prelievi idrici da zone a elevato stress idrico?



- sono stati definiti gli obiettivi da raggiungere relativamente alla protezione o al ripristino della biodiversità?
- sono stati definiti gli obiettivi da raggiungere relativamente al miglioramento della gestione circolare delle risorse?
- sono state adottate politiche e procedure per promuovere e garantire il rispetto dei diritti dei lavoratori?
- l'impresa ha avviato un processo di valutazione delle competenze del personale?
- è stato valutato l'impatto che il rischio di transizione può avere in termini di obsolescenza degli impianti e dei macchinari?
- è stata valutata l'eventuale forte dipendenza da specifici fornitori?
- è stato valutato il rischio derivante dalla dipendenza del processo produttivo da uno specifico fattore della produzione?

L'esperto valutatore deve verificare se l'impresa ha adottato metodologie strutturate per quantificare l'impatto dei rischi ESG sui propri obiettivi strategici e finanziari. Tra le principali metodologie disponibili:

- **Analisi di scenario:** consiste nella costruzione di scenari alternativi basati su diverse ipotesi circa l'evoluzione dei fattori ESG rilevanti per il settore di appartenenza. Ad esempio, un'impresa del settore energia può sviluppare scenari basati su diverse traiettorie di decarbonizzazione (scenario "business as-is", scenario "2°C", scenario "net zero 2050") e valutare l'impatto di ciascuno scenario sui propri asset, sui flussi di cassa e sulla redditività. L'analisi di scenario permette di superare l'approccio deterministico tradizionale e di riconoscere esplicitamente l'incertezza strutturale che caratterizza il contesto competitivo contemporaneo.
- **Stress testing:** prevede la simulazione dell'impatto di shock estremi ma plausibili sui risultati aziendali. Ad esempio, un'impresa del settore turistico può simulare l'impatto di un evento climatico estremo (es. alluvione) sulla propria capacità operativa e sui ricavi, oppure l'impatto dell'introduzione improvvisa di una carbon tax elevata sui propri costi operativi. Lo stress testing permette di identificare le vulnerabilità critiche del modello di business e di valutare la resilienza dell'impresa a shock sistemici.
- **Sensitivity analysis:** analizza come variazioni nei fattori ESG impattino su variabili chiave di performance (ricavi, margini, costi operativi, CAPEX). Ad esempio, un'impresa manifatturiera può analizzare la sensibilità dei propri costi energetici a variazioni del prezzo delle emissioni di carbonio, oppure la sensibilità dei ricavi a variazioni della quota di mercato dei prodotti sostenibili.



Una volta identificati e quantificati i rischi ESG, l'esperto valutatore deve verificare se l'impresa ha previsto iniziative concrete e credibili di mitigazione. Tali iniziative devono essere coerenti con l'intensità e la tipologia dei rischi identificati e devono essere integrate nelle intenzioni strategiche e nei piani operativi.

Le iniziative di mitigazione possono assumere diverse forme a seconda della natura del rischio:

- per i rischi fisici: investimenti in infrastrutture resilienti, diversificazione geografica delle attività produttive, adozione di tecnologie di adattamento (es. sistemi di irrigazione efficienti, impianti di climatizzazione a basso consumo), stipula di coperture assicurative adeguate;
- per i rischi di transizione: investimenti in ricerca e sviluppo di tecnologie a basse emissioni, riconversione degli asset ad alta intensità carbonica, diversificazione del portafoglio prodotti verso soluzioni sostenibili, partnership strategiche con player tecnologici innovativi, formazione del personale su competenze green;
- per i rischi sociali: implementazione di sistemi di gestione della salute e sicurezza certificati, adozione di codici etici e di condotta vincolanti, audit periodici sulla catena di fornitura, programmi di diversity & inclusion, dialogo strutturato con le comunità locali e gli stakeholder rilevanti;
- per i rischi di governance: rafforzamento della composizione e delle competenze del consiglio di amministrazione, costituzione di comitati specializzati su tematiche ESG, adozione di sistemi di controllo interno e di risk management integrati, incremento della trasparenza informativa verso gli stakeholder.

L'esperto valutatore deve valutare criticamente la credibilità e l'efficacia delle iniziative di mitigazione previste, considerando:

- la coerenza tra l'intensità del rischio identificato e la portata delle iniziative di mitigazione;
- la tempestività delle iniziative rispetto all'orizzonte temporale di manifestazione del rischio;
- la disponibilità di risorse finanziarie, tecnologiche e umane necessarie per l'implementazione;
- l'esperienza e il track record del management nella gestione di iniziative analoghe;
- la presenza di indicatori di performance (KPI) quantitativi e misurabili per monitorare l'efficacia delle iniziative.

Un'analisi risk-adjusted ben condotta non si limita a identificare e quantificare i rischi ESG, ma diventa uno strumento strategico per orientare le scelte di allocazione del capitale, per prioritizzare gli investimenti e per costruire un vantaggio competitivo sostenibile basato sulla resilienza e sulla capacità di adattamento.



2.5 Le iniziative strategiche

Le iniziative strategiche rappresentano la traduzione operativa delle intenzioni strategiche dell'impresa. Mentre le intenzioni strategiche definiscono cosa l'impresa vuole diventare e dove vuole posizionarsi nel contesto competitivo, le iniziative strategiche specificano come tali obiettivi verranno raggiunti, attraverso quali azioni concrete, in quali tempi e con quali risorse. Nel contesto di crescente rilevanza dei fattori ESG, l'esperto valutatore deve verificare se e come le iniziative strategiche dell'impresa incorporano esplicitamente obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance. Non è sufficiente che l'impresa dichiari genericamente un impegno verso la sostenibilità o che l'abbia considerata negli strumenti appena analizzati; è necessario che tale impegno si traduca in iniziative specifiche, misurabili, temporalmente definite e dotate di risorse adeguate. Le iniziative strategiche possono essere classificate in base al loro stato di avanzamento in due categorie principali: iniziative in corso e iniziative programmate. Questa distinzione è rilevante ai fini valutativi in quanto le prime hanno già dimostrato una certa concretezza implementativa e hanno generato (o stanno generando) effetti misurabili, mentre le seconde richiedono una valutazione più approfondita della loro credibilità, fattibilità e probabilità di successo.

2.5.1 Le iniziative in corso

Le iniziative in corso sono progetti o programmi già avviati dall'impresa, per i quali è possibile osservare uno stato di avanzamento concreto, risultati intermedi e impatti misurabili sui processi operativi, sulla struttura organizzativa o sui risultati economico-finanziari.

L'analisi delle iniziative in corso consente all'esperto valutatore di verificare:

- la concretezza dell'impegno del management verso gli obiettivi strategici dichiarati, inclusi quelli ESG;
- la capacità esecutiva dell'organizzazione nel tradurre le intenzioni strategiche in azioni operative;
- l'efficacia delle iniziative nel produrre i risultati attesi in termini di mitigazione dei rischi, sfruttamento delle opportunità o rafforzamento del posizionamento competitivo;
- la coerenza tra le risorse allocate (finanziarie, umane, tecnologiche) e l'ambizione degli obiettivi strategici.

Alcuni esempi di iniziative in corso legate ai fattori ESG, potrebbero essere:

- iniziative di efficientamento energetico e riduzione delle emissioni: in una società di impianti di risalita è normale riscontrare progetti di sostituzione dei generatori neve o degli impianti stessi con macchinari di ultima generazione che riescono ad essere altamente efficienti nell'utilizzo di acqua ed energia; allo stesso modo in un'azienda agricola per la coltivazione di



piccoli frutti può essere opportuno pensare ad investimenti in impianti di irrigazione a goccia per evitare lo spreco di acqua, piuttosto che all'impiego della genetica per evitare o limitare l'utilizzo dei fertilizzanti e dei pesticidi chimici. L'esperto dovrà quindi verificare lo stato di avanzamento verificando gli investimenti già sostenuti e quelli ancora da sostenere e valutare i risparmi energetici ed economici conseguiti.

- iniziative per la riduzione degli sprechi di acqua e prodotti chimici: un'azienda produttrice di piccoli frutti potrebbe scegliere di investire in un impianto di irrigazione a goccia per ottimizzare l'uso dell'acqua e, parallelamente, adottare innovazioni genetiche volte a ridurre, o eliminare, la necessità di fertilizzanti chimici. Anche in questo caso, il valutatore dovrà esaminare in che modo siano stati considerati gli effetti economico-finanziari dei due interventi, nonché il loro impatto sulla percezione dei consumatori e, di conseguenza, sulla domanda di mercato.
- iniziative di gestione sostenibile della supply chain: in imprese ad alto rischio sociale o ambientale, come il settore del food & beverage e della moda, ci possono essere progetti di mappatura e audit dei fornitori su tematiche ESG, implementazione di sistemi di tracciabilità e certificazione delle materie prime e del rispetto dei diritti dei lavoratori. L'esperto valutatore dovrà verificare l'effettiva implementazione di questi sistemi per valutare l'impatto che possono avere sulla continuità operativa e sulla reputazione aziendale. Un caso emblematico è quello di Armani, sanzionata nel 2025 dall'AGCM con una multa di 3,5 milioni di euro per dichiarazioni ritenute "ingannevoli" in materia di etica e responsabilità sociale. L'autorità ha rilevato irregolarità nella filiera produttiva, tra cui lavoro nero, condizioni di impiego precarie e carenze nelle misure di sicurezza. Oltre alla sanzione economica, la discrepanza tra le pratiche effettive e il valore dichiarato delle "persone" — elemento cardine nella narrazione della sostenibilità aziendale — rischia di minare il valore futuro del brand, compromettendone la reputazione e, potenzialmente, la quota di mercato.

L'analisi delle iniziative in corso permette all'esperto di avere una visione della capacità esecutiva dell'impresa e della coerenza tra intenzioni strategiche e azioni concrete. Un'impresa che dichiara ambiziosi obiettivi di sostenibilità ma mostra iniziative in corso scarsamente strutturate, prive di risorse adeguate o con risultati modesti rispetto agli obiettivi, segnala un gap di credibilità che deve essere considerato nella valutazione delle intenzioni strategiche complessive.

2.5.2 Le iniziative programmate

Le iniziative programmate sono progetti o programmi che l'impresa intende avviare in futuro per il raggiungimento degli obiettivi strategici dichiarati. A differenza delle iniziative in corso, per le quali è possibile osservare uno stato di avanzamento concreto, le iniziative programmate richiedono una valutazione prospettica della loro fattibilità, credibilità e probabilità di generare gli impatti attesi.

L'analisi delle iniziative programmate è particolarmente rilevante in ottica valutativa in quanto:



- costituisce un elemento essenziale per la costruzione degli scenari futuri e per la proiezione dei flussi di cassa attesi;
- riflette la capacità del management di anticipare i trend di mercato e i rischi emergenti, adattando proattivamente il modello di business;
- richiede impegni di investimento futuri che impattano sulla struttura finanziaria e sulla generazione di cassa dell'impresa;
- rappresenta un test della coerenza tra ambizioni strategiche e disponibilità di risorse (finanziarie, tecnologiche, umane).

Il valutatore deve applicare un approccio critico nella valutazione delle iniziative programmate, considerando che la loro concretizzazione è soggetta a molteplici fattori di incertezza. Per una corretta valutazione, l'esperto dovrà considerare:

- la coerenza con il posizionamento competitivo dell'impresa e le dinamiche evolutive del settore: l'esperto deve valutare se l'iniziativa rappresenta un'evoluzione naturale del business esistente o una discontinuità che richiede capacità organizzative e tecnologiche non ancora presenti;
- la fattibilità tecnico-operativa e competenze adeguate: alcuni progetti potrebbero richiedere l'adozione di tecnologie ancora in fase sperimentale, con un rischio di implementazione elevato. L'esperto deve verificare se sono stati adeguatamente considerati i rischi tecnici, i tempi di efficacia dell'iniziativa e le risorse umane necessarie, incluse le competenze specialistiche richieste per lo sviluppo, l'implementazione e la manutenzione continua del progetto;
- la sostenibilità finanziaria: iniziative che richiedono di cambiare profondamente il modello di business o il processo produttivo potrebbero richiedere ingenti risorse finanziarie, il valutatore deve verificare la coerenza tra il progetto e le disponibilità finanziarie a disposizione o la strategia per raccoglierle;
- i tempi di implementazione: bisogna valutare la coerenza tra la timeline proposta e il benchmark di settore, analizzando se sono stati considerati iter autorizzativi, complessità tecnica e capacità organizzative della società;
- impatto atteso e misurabilità: devono avere obiettivi quantitativi chiari e misurabili, sia in termini di impatto economico-finanziario sia in termini di performance ESG. La mancanza di strumenti di monitoraggio potrebbe segnalare una scarsa volontà nell'implementazione dell'iniziativa.
- governance dell'iniziativa: una governance chiara aumenta significativamente la probabilità di successo dell'iniziativa e l'effettivo impatto che può avere.



L'esperto valutatore deve analizzare le iniziative programmate applicando un approccio basato sulla probabilità. Non tutte le iniziative programmate hanno la stessa probabilità di essere effettivamente implementate e di generare gli impatti attesi. È necessario attribuire una probabilità soggettiva di realizzazione a ciascuna iniziativa, basata sui criteri di valutazione sopra indicati, e ponderare di conseguenza gli impatti economico-finanziari attesi.

Un approccio valutativo rigoroso richiede inoltre di considerare non solo gli impatti positivi attesi dalle iniziative programmate (incremento dei ricavi, riduzione dei costi, miglioramento dei margini), ma anche gli impatti negativi (ritardi nell'implementazione, extra-costi, mancato raggiungimento degli obiettivi).

In sintesi, l'analisi delle iniziative strategiche – sia in corso che programmate – costituisce un elemento fondamentale per valutare la concretezza e la credibilità delle intenzioni strategiche dell'impresa. Un'impresa che dimostra capacità esecutiva nell'implementazione di iniziative in corso e presenta un piano di iniziative programmate coerente, fattibile e con risorse adeguate merita una valutazione più positiva rispetto a un'impresa che si limita a dichiarazioni strategiche generiche non supportate da azioni concrete. La considerazione sistematica dei fattori ESG in entrambe le categorie di iniziative segnala la maturità dell'organizzazione e la sua capacità di anticipare e governare le trasformazioni strutturali in atto nei mercati e nella società.

In conclusione, le intenzioni strategiche, insieme al modello di business analizzato nel paragrafo precedente, costituiscono gli elementi fondamentali per elaborare le assunzioni necessarie alla costruzione delle simulazioni del piano economico-finanziario e al conseguente calcolo dei flussi di cassa, finalizzato alla determinazione del valore reale della società. L'integrazione dei fattori ESG in questo processo, sia nella fase di declinazione degli obiettivi che in quella di analisi dei rischi collegati allo specifico modello di business, consentirà una formulazione più accurata delle assunzioni e dei flussi di cassa, riflettendo in modo più completo l'impatto delle dimensioni ambientali, sociali e di governance sulla valutazione d'azienda.



CAPITOLO 3 – L'ANALISI DEL MODELLO DI BUSINESS E I MODELLI PER L'ANALISI STRATEGICA

3.1 I modelli per l'analisi strategica

L'esperto, per poter valutare se nella definizione delle intenzioni strategiche sono stati opportunamente tenuti in considerazione i fattori ESG, deve analizzare il processo adottato nell'attività di analisi strategica effettuata a base del piano aziendale. Il management della società, infatti, nella costruzione dei pilastri strategici si avvale di modelli per l'analisi strategica che fanno innescare ragionamenti che, se opportunamente colti, si trasformano in obiettivi ed è per questo che è importante che nella costruzione di questi modelli siano tenuti in considerazione le tematiche ESG. Si tratta di modelli che aiutano le aziende a valutare l'ambiente competitivo, i fattori interni ed esterni, e a definire la direzione futura. Essi facilitano la pianificazione, la differenziazione e l'allocazione efficiente delle risorse, consentendo di prendere decisioni informate, di allineare le risorse umane e finanziarie, e di monitorare costantemente le performance per adattare la strategia. Tra i modelli più rilevanti ci sono il Business Model Canvas, la Step Analysis, la SWOT analysis, il modello delle forze competitive, le matrici di portafoglio (BCG), il modello del posizionamento competitivo. Si analizzano di seguito i contenuti di ogni modello.

3.2 Il Business Model Canvas

Negli ultimi anni il concetto di modello di business ha assunto un ruolo sempre più centrale nella teoria economico-aziendale e nella pratica manageriale.

La crescente complessità dei mercati, la maggiore rilevanza degli asset intangibili e, di recente, l'emergere delle tematiche di sostenibilità hanno reso necessario disporre di strumenti capaci di rappresentare in modo sintetico, ma rigoroso, la logica di creazione del valore adottata da un'impresa.

Tra questi strumenti ha trovato diffusa applicazione il **Business Model Canvas (BMC)**. La crescente attenzione ai fattori Environmental, Social and Governance (ESG) spinge a interrogarsi su come integrarli all'interno di questo modello di analisi del business.

Il processo di creazione di valore da parte di un'impresa è negli anni divenuto sempre più complesso, anche per la progressiva dematerializzazione delle sue determinanti.

Per rappresentarlo e comprenderlo, molte aziende ricorrono all'elaborazione di un **Business Model Canvas (BMC)**. Si tratta di uno strumento ideato ad inizio anni 2000 per definire come un'organizzazione crea valore per la propria clientela, con quali risorse, con chi e in che misura.

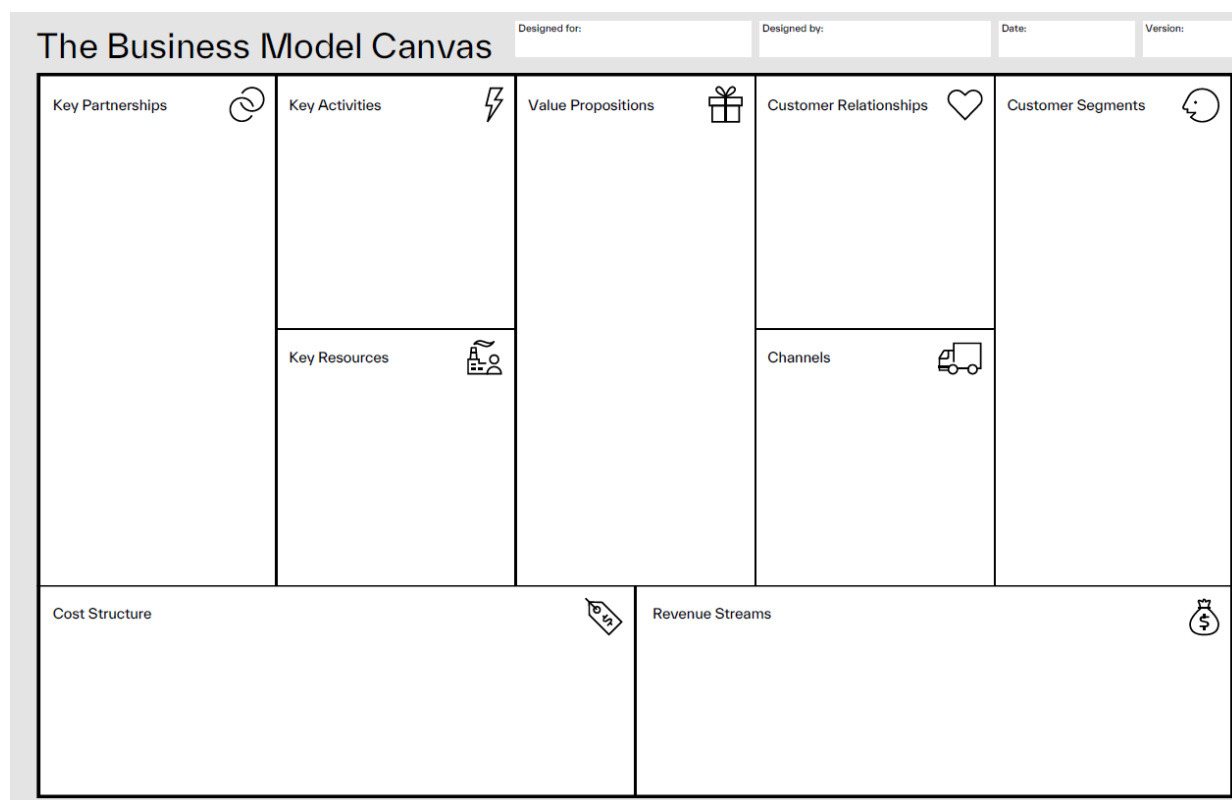


Uno strumento di gestione strategica che consente lo sviluppo e la progettazione di modelli di business nuovi o già esistenti, creato da Alexander Osterwalder (con Yves Pigneur) nella sua tesi di dottorato² e reso popolare con il libro “Business Model Generation”³.

Attraverso un linguaggio visuale, Il BMC vuole rappresentare in un unico quadro d'insieme gli elementi principali di un modello di business in grado di generare vantaggio competitivo. Il suo utilizzo permette di avere una visione chiara dello stato del business, di organizzare le idee in modo schematico e di guidare l'organizzazione attraverso una strategia comune, grazie a un livello diffuso di informazione.

Il BMC di Osterwalder e Pigneur non considera esplicitamente le tematiche ESG. Nel paragrafo seguente se ne tratterà l'integrazione, limitandosi ora all'analisi del BMC “originale”.

IL BMC è strumento strategico che consente di rappresentare visivamente come un'impresa crea, distribuisce e cattura valore per i propri clienti; consiste in un framework che rappresenta sotto forma di blocchi i 9 elementi costitutivi di qualsiasi modello di business, come da figura:



² Osterwalder Alexander “The Business model ontology a proposition in a design science approach. Diplôme postgrade en Informatique et Organisation (DPIO) de l'Ecole des HEC de l'Université de Lausanne Pour l'obtention du grade de Docteur en Informatique de Gestion” (2004).

³ Osterwalder Alexander, Pigneur Yves “Business Model Generation: a handbook for visionaries, game changers, and challengers”, Wiley (2010).



Si descrivono sinteticamente i singoli blocchi, in ordine di compilazione (sebbene compilarli richieda un percorso anche ricorsivo):

1. **Customer segment:** questo blocco identifica i segmenti di clientela a cui l'azienda si rivolge o intende rivolgersi. Dall'analisi del *Customer segment* si matura la consapevolezza se si tratta di un mercato di massa, di nicchia, segmentato o altro. Le prime domande da porsi nella compilazione sono semplici ma decisive: per chi stiamo lavorando? E soprattutto, per quale categoria di soggetti vogliamo creare valore?

I clienti sono il cuore di ogni modello di business. Per questo, ogni impresa deve segmentarli in modo chiaro, scegliendo consapevolmente a quali gruppi rivolgersi e a quali no: non è una classificazione teorica, si tratta di una scelta strategica.

Un gruppo di clienti può essere considerato un segmento distinto quando ad esempio:

- richiede e giustifica un'offerta dedicata;
- viene raggiunto tramite canali distributivi differenti;
- necessita di modalità relazionali specifiche;
- presenta livelli di redditività significativamente diversi;
- attribuisce valore a elementi differenti dell'offerta (ed è disposto a pagarli).

Segmentare obbliga a fare scelte, per poi definire con precisione dove concentrare risorse, competenze e investimenti.

I segmenti possono essere tra loro affini o indipendenti, pur facendo riferimento allo stesso bene o servizio.

Una volta identificati i segmenti di clientela prioritari, il modello di business dell'azienda va progettato attorno alle loro specifiche esigenze: non si tratta solo di definire un'offerta, ma di costruire un sistema coerente di proposta di valore, canali, relazione e struttura economica.

2. **Value Proposition:** questo secondo blocco - cardine del BMC - si interroga su quali sono le necessità dei segmenti di clientela che si desiderano soddisfare e quale è il valore specifico generato per loro, inteso quale insieme dei benefici che l'azienda mette a loro disposizione.

È in sintesi l'offerta che soddisfa un problema o bisogno di uno specifico segmento di clientela. In alcuni casi, il valore nasce dall'introduzione di soluzioni nuove, capaci di intercettare esigenze non ancora esplicitate, spesso perché il mercato non proponeva alternative comparabili; in altri, il valore risiede nel miglioramento di performance già esistenti: maggiore efficienza, qualità superiore, riduzione dei costi o tempi.



Anche la personalizzazione può essere una leva strategica, con prodotti e servizi “su misura” che rafforzano la rilevanza dell’offerta.

In sintesi, nel BMC il valore non è ciò che l’impresa produce, ma quello che il segmento di clientela riconosce come per sé utile e distintivo.

3. **Channels:** questa sezione del BMC si interroga sui canali adottati per raggiungere i segmenti di clientela, sulla loro infrastruttura e efficacia in termini di costi e di capacità di acquisizione.

Sono l’interfaccia che rende concreta la proposta di valore, non meri strumenti di vendita. Attraverso i canali scelti l’azienda costruisce consapevolezza, accompagna il cliente nella valutazione dell’offerta, facilita l’acquisto e garantisce supporto nel post-vendita.

La scelta dei canali è una decisione strategica perché incide su margini, controllo e posizionamento: si può ad esempio trattare di canali diretti o indiretti, canali proprietari o gestiti da partner terzi (a fronte di una riduzione di margine, richiedono minori investimenti e possono consentire un ampliamento della copertura di mercato e lo sfruttamento di competenze e risorse non disponibili internamente).

La configurazione di canali ottimale dipende dall’equilibrio tra controllo, costi e capacità di presidio del mercato.

4. **Customer Relationship:** il quarto blocco si interroga sulla tipologia di relazioni con la clientela: si tratta di stabilire quale legame l’impresa intende costruire con ciascun segmento, con la definizione dei livelli di prossimità, di personalizzazione, di coinvolgimento e assistenza che si intendono offrire.

Alcuni modelli di business prevedono relazioni personalizzate, con interazioni dirette e continuative, altri invece puntano su soluzioni self-service, spesso automatizzate, che garantiscono efficienza e scalabilità. In altri casi ancora, l’impresa può favorire la creazione di community, incentivando la condivisione di esperienze tra la clientela, così rafforzando la fidelizzazione.

Ogni scelta relazionale ha implicazioni economiche e strategiche: incide sui costi, sulla percezione dell’utilità creata per il cliente e sulla capacità di mantenere nel tempo la base di clientela. La relazione deve quindi essere coerente con la proposta di valore e la struttura complessiva del modello di business.

5. **Revenue Streams:** questa sezione del BMC approfondisce il flusso di ricavi generati dalla vendita dei beni o servizi proposti, la concreta disponibilità della clientela a pagare per i prodotti offerti e le modalità di pagamento e quanto ogni segmento di clientela contribuisce ai ricavi complessivi.



I ricavi possono derivare da transazioni singole o avere forma ricorrente, come nel caso di abbonamenti o servizi continuativi. Possono ad esempio trarre origine dalla vendita di beni, dall'utilizzo di un servizio, dal pagamento di una quota di iscrizione, dalla concessione di licenze, da formule di noleggio o leasing e da commissioni di intermediazione. Anche la politica di prezzo gioca un ruolo determinante: prezzi fissi offrono stabilità e prevedibilità, mentre meccanismi dinamici consentono di adattarsi alle specifiche condizioni di mercato.

La struttura dei ricavi deve essere coerente sia con il valore offerto e percepito dal cliente, sia con il posizionamento competitivo dell'impresa. Elemento essenziale è quindi comprendere per quale aspetto distintivo dell'offerta il cliente è effettivamente disposto a pagare: rispondendo in modo chiaro a questa domanda è possibile definire una struttura prezzi economica solida del modello di business, che si concentri sulle risorse e le attività chiave generatrici dei flussi di ricavi e dei connessi costi di loro mantenimento e sviluppo.

6. **Key Resources:** questa parte del BMC indaga le risorse chiave indispensabili a rendere concretamente operativo il modello di business (e non una proposta di valore solo teorica).

Le risorse possono essere fisiche (come impianti, reti distributive o punti vendita), finanziarie, intangibili/intellettuali (ad esempio marchi, brevetti o copyright) oppure risorse umane, possedute direttamente come acquisite da terzi. Le risorse intellettuali, in particolare, assumono oggi peso crescente nei modelli di business: sono complesse da sviluppare, ma una volta consolidate rappresentano un vantaggio competitivo significativo per il futuro dell'azienda⁴.

Le risorse umane, sempre centrali, assumono rilievo diverso a seconda del settore e della natura dell'attività svolta.

7. **Key Activities:** questo settimo blocco si interroga su quali siano le attività chiave necessarie per trasformare le risorse in proposte concrete di valore per la clientela: si tratta delle azioni che l'impresa deve svolgere e che riguardano tutto quanto è essenziale per dare vita ai prodotti offerti, raggiungere il mercato, mantenere le relazioni e quindi generare ricavi.

Possono assumere la forma di attività produttive, legate alla progettazione e realizzazione di beni o servizi, anche su larga scala, oppure concentrarsi sul *problem solving*, ovvero sulla capacità di sviluppare soluzioni specifiche ai bisogni dei clienti. Nei

⁴ La difficoltà nell'acquisire risorse qualificate può costituire una fattispecie di rischio (minaccia) ESG, relativamente alle componenti Social e Governance



modelli basati su piattaforme o reti, l'attività chiave consiste per lo più nella gestione e nello sviluppo dell'infrastruttura che connette gli attori coinvolti.

Individuare con precisione le attività critiche consente di focalizzare investimenti e competenze sugli snodi principali di generazione del valore.

8. **Key Partner:** questa sezione del BMC identifica i partner/fornitori strategici con cui stringere alleanze per reperire le risorse chiave e svolgere le attività chiave.

Nessun modello di business opera in isolamento: le partnership definiscono l'ecosistema di fornitori e terzi in genere che contribuiscono al funzionamento dell'impresa. Possono svilupparsi in molteplici forme di collaborazione (relazioni strutturate con fornitori strategici, alleanze con altre imprese, collaborazioni tra competitor, joint venture per sviluppare nuovi business). Le partnership permettono anche di raggiungere economie di scala, di condividere rischi e incertezze in mercati complessi e di accedere a competenze o asset non disponibili internamente o singolarmente.

Si tratta quindi di leve strutturali, non di meri accordi operativi.

9. **Cost Structure:** il nono e ultimo blocco del BMC è volto a definire qual'è la struttura dei costi del modello di business, quali sono gli oneri maggiormente impattanti e quali le risorse o attività chiave più onerose, i vantaggi conseguibili con economie di scala e l'impatto dei costi fissi e variabili.

Comprendere la composizione della struttura dei costi è fondamentale per garantire sostenibilità economica: alcuni modelli privilegiano qualità, innovazione e differenziazione, accettando strutture di costo più elevate, altri invece prendono il via da un controllo rigoroso dei costi per poter competere sul prezzo.

La conoscenza della loro variabilità o meno al mutare dei volumi di produzione consente di comprendere la scalabilità del modello di business e la sua resilienza nel tempo.

Il Business Model Canvas è uno degli strumenti più efficaci per comprendere e progettare la logica di creazione del valore per il mercato delle imprese.

Sempre più negli anni i fattori ESG hanno assunto ruolo centrale nei processi decisionali di imprese e investitori, con le dimensioni ambientale, sociale e di governance che influenzano la percezione del rischio e la capacità di creazione di valore di un'impresa nel lungo periodo. Parimenti, è importante per ogni valutatore acquisire 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"*⁵.

L'integrazione delle tematiche ESG nel modello di business non rappresenta più un elemento accessorio, bensì un fattore strutturale della strategia aziendale e risponde alle esigenze di un contesto economico in cui sostenibilità e performance non sono più dimensioni contrapposte, ma elementi complementari di un'unica strategia.

Del resto, anche qualora non sia reso esplicito, la dimensione ambientale si correla evidentemente con le attività chiave, le risorse utilizzate e la struttura dei costi, mentre la dimensione sociale emerge principalmente nelle relazioni con clienti, dipendenti, fornitori e comunità, nei canali nonché nella proposta di valore e la governance nei meccanismi decisionali e nei rapporti con i partner.

Per questo parte di dottrina e prassi ritiene che i profili ESG possano essere integrati nel Business Model Canvas tradizionale attraverso una lettura estesa dei nove blocchi originari.

Altra parte propone invece l'integrazione del modello con:

- nuovi blocchi dedicati: ad esempio, un blocco per ogni profilo ESG piuttosto che due blocchi su costi e benefici ESG del modello di business
- lo sviluppo parallelo di BMC supplementari: ad esempio, un BMC a livello ambientale basato sul ciclo di vita e un BMC a livello sociale, focalizzato sugli stakeholder.

Limitandosi ad alcune esemplificazioni di adozione della prima impostazione proposta, l'associazione delle metriche ESG ai nove blocchi originari del BMC può svilupparsi come segue:

1. **Customer segment:** l'integrazione ESG implica considerare il livello di sensibilità dei segmenti di clientela alla sostenibilità (come nel caso di clienti B2B con esigenze di filiera ESG) e la definizione di unità di misura coerenti (ad esempio, la percentuale di clienti appartenenti a segmenti a basso reddito, metriche di genere o numero di clienti "marginalizzati").
2. **Value Proposition:** vanno evidenziati i benefici ESG diretti dei beni e servizi offerti, con ad esempio in ambito ambientale indicatori relativi alle emissioni di CO₂ evitate, all'energia rinnovabile prodotta o al numero di prodotti "climate-positive", ecc.

Anche la formulazione esplicita di una value proposition specificamente orientata alle tematiche ESG rappresenta elemento distintivo.

3. **Channels:** va evidenziato come i canali possono valorizzare la diffusione dell'impatto ESG del modello di business aziendale

⁵ I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa, Documento CNDCEC, luglio 2024, pag. 2.



4. **Customer Relationship:** rientrano in questo ambito indicatori sul coinvolgimento degli stakeholder, sui livelli di partecipazione comunitaria o di co-progettazione con le comunità locali, quali segnali di accettazione sociale e qualità della governance dei processi partecipativi adottati.
5. **Revenue Streams:** oltre ai ricavi dalla cessione dei propri prodotti, le aziende orientate all'ESG possono evidenziare la presenza di ricavi verdi o di altri sussidi, con indicatori quali la quota di ricavi derivante da prodotti certificati green, l'ammontare di finanziamenti a fondo perduto ricevuti o il riconoscimento dalla clientela di maggiorazioni di prezzo su prodotti conformi ESG.
6. **Key Resources:** gli indicatori ESG di questo blocco possono ad esempio riguardare la quota di energia rinnovabile utilizzata, la percentuale di fornitori locali cui viene fatto ricorso e indicatori occupazionali (sulla governance, sulla formazione e altri)
7. **Key Activities:** le informazioni ESG possono essere relative all'efficienza nell'uso delle risorse per unità prodotta, al tasso di riciclo dei componenti e a indicatori di sicurezza sul lavoro, da quantificare attraverso analisi del ciclo di vita del prodotto (ad esempio emissioni di gas serra "dalla culla alla tomba").
8. **Key Partner:** si possono monitorare la percentuale di fornitori sostenibili sottoposti ad audit, i requisiti ESG imposti dagli investitori, le collaborazioni con istituti di ricerca.
9. **Cost Structure:** vanno identificate le specifiche voci di costo legate all'ESG, come gli investimenti in R&S sostenibile, i risparmi derivanti dall'efficienza energetica (indicativi di sostenibilità di lungo periodo), i costi per compensazioni di carbonio o eventuali passività ambientali.

La mappatura deve naturalmente essere personalizzata: non tutte le metriche sono applicabili a ogni impresa e anche in relazione alla tecnologia e al modello operativo adottati.

Considerare l'ESG in un processo integrato consente di sviluppare modelli di business concepiti sin dall'origine per la generazione di risultati sostenibili (evitando che l'ESG rappresenti solo una mera addizione successiva).

Nella valutazione d'azienda il Business Model Canvas integrato delle tematiche ESG può rappresentare un supporto informativo di primaria importanza per identificare i driver fondamentali della creazione di valore del modello di business proprio dall'impresa da valutare. Nel definire gli obiettivi dell'analisi fondamentale, il commento al PIV I4.3 evidenzia che essa mira innanzitutto all'individuazione degli input richiesti dai metodi di valutazione e solitamente prevede, tra le altre, l'analisi di:

- gli elementi distintivi che caratterizzano l'azienda;
- il contesto di mercato e la sua dinamica;



- gli specifici driver di valore e la loro evoluzione nel tempo;
- lo svilupparsi prospettico dei driver di valore;
- l'individuazione dei fattori di rischio e dei loro possibili effetti.

Va considerato che, a partire dalla nozione stessa di valore aziendale, ogni fenomeno che influenza il valore incide necessariamente su uno o più delle sue tre determinanti - flussi prospettici (considerate anche le necessità di reinvestimento), rischio e crescita attesa – e quindi per trattare correttamente i fattori ESG in una stima occorre accertare se e come potranno impattare su di esse⁶.

Le informazioni desunte da un'analisi condotta mediante BMC consentiranno al valutatore di esprimersi con un maggiore livello di consapevolezza sulla ragionevolezza dei flussi prospettici che emergono dal business plan dell'azienda, business plan che necessariamente dovrà essere integrato con l'esplicitazione degli obiettivi di sostenibilità fissati e l'evidenziazione delle intenzioni strategiche e le azioni operative, esplicitandone i riflessi economici, patrimoniali e finanziarie e prevedendo dei necessari presidi dedicati di monitoraggio mediante controllo di appositi KPI⁷.

3.3 STEP Analysis

Si basa sulla valutazione di alcune variabili di contesto che consentono di definire lo scenario di riferimento in cui l'azienda si troverà ad operare. La mappa dei fattori che sono alla base della STEP Analysis comprende i fattori social (S), technological (T), environmental (E) e political (P) ed essa prevede le seguenti fasi:

- identificazione di tutti i fattori esterni rilevanti per ciascun fattore sopra citato;
- raccolta delle informazioni e individuazione dei principali trend emergenti e delle loro interrelazioni;
- identificazione delle opportunità e delle minacce connesse ai trend individuati;
- definizione delle strategie di risposta che consentano di cogliere le opportunità e di mitigare i rischi emergenti

A titolo di esempio, un'azienda che operi nel settore agroalimentare dovrà considerare tra i fattori tecnologici di cambiamento l'aumento della digitalizzazione e fra quelli ambientali il rischio della biodiversità. Un'azienda che opera nel settore dell'indotto automotive dovrà considerare fra i fattori

⁶ Cfr. Paragrafo 2.3, *L'impatto sui flussi*, in *I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa*, Documento CNDCEC, luglio 2024.

⁷ "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)", in *I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa*, Documento CNDCEC, luglio 2024, pag. 4.



di cambiamento ambientali il rischio di transizione verso una mobilità basata sul motore elettrico in luogo di quello endotermico.

3.4 SWOT Analysis

Prevede la distinzione tra fattori ESG interni (punti di forza e di debolezza – *Strengths e Weaknesses*) e fattori ESG esterni (opportunità e minacce – *Opportunities e Threats*) che possono influenzare il modello di business dell'impresa. Per ciascun fattore, l'esperto valutatore dovrebbe porsi le seguenti domande:

- punti di forza: sono stati tenuti in considerazione elementi ESG, che possono essere un vantaggio competitivo per l'impresa? Per esempio, Patagonia ha fatto della sostenibilità il suo punto di forza ed elemento distintivo rispetto al mercato, capace di aumentare la fidelizzazione del marchio e aprire nuove opportunità di mercato. Oppure, un'azienda di impianti di risalita che è riuscita a sviluppare il prodotto estivo riesce a governare un eventuale mancanza di neve all'inizio della stagione invernale. Anche, l'innovazione di prodotto e servizi sostenibili può accrescere la reputazione e contribuire ad intercettare nuovi mercati o ad essere resilienti rispetto ai cambiamenti in atto. Infine, anche una cultura aziendale che ha al centro il benessere delle persone può rappresentare un elemento che, in base al contesto di riferimento, può rappresentare un vantaggio nell'attrarre e trattenere risorse umane, necessarie per la creazione di performance economico finanziarie e, in generale, di valore.
- punti di debolezza: sono stati tenuti adeguatamente in considerazione elementi ESG che possono avere un impatto negativo? Le debolezze in ambito ESG possono nascere dagli stessi aspetti menzionati in precedenza ma avendo un impatto inverso. Infatti, la dipendenza da fonti energetiche non rinnovabili, l'elevato livello di emissioni e la scarsa trasparenza dei processi possono esporre l'organizzazione a rischi regolatori e reputazionali. Mentre, una scarsa cultura aziendale potrebbe compromettere la capacità di adattamento dell'impresa al cambiamento del contesto in cui opera, limitandone la competitività.
- opportunità: sono state tenute in considerazione le opportunità che possono derivare dal cambiamento del contesto macroeconomico e di settore? Esse comprendono lo sviluppo di nuovi prodotti o servizi in grado di rispondere al nuovo mercato di consumatori sensibili alle tematiche ESG (rispetto dei diritti dei lavoratori, filiera controllata, basso impatto ambientale). Anche i cambiamenti normativi possono rappresentare una leva di competitività per quelle imprese lungimiranti che hanno già investito verso un allineamento alla compliance ESG (es. riduzione emissioni o controllo della supply chain). Infine, in un mercato in cui i consumatori sono più attenti a cosa acquistano, l'associazione dell'impresa a queste tematiche può portare ad un incremento del valore del brand.
- Minacce: sono state tenute in considerazione le minacce che possono derivare dal cambiamento del contesto macroeconomico e di settore? Parimenti a quanto analizzato precedentemente, le minacce principali in ambito ESG derivano principalmente dai rischi



normativi, reputazionali e fisici legati alle dimensioni ambientale e sociale. E questi rischi possono scaturirsi in sanzioni, perdita di fiducia dei consumatori e interruzioni operative dovute a eventi climatici estremi.

L'analisi SWOT, per renderne efficace lo scopo, è consigliabile venga applicata a singole parti del complesso aziendale. Molto spesso viene svolta a livello complessivo sull'intera organizzazione, ma, per riuscire a focalizzare meglio il pensiero strategico, ha più valenza se applicata in modo mirato su una singola Business Unit (BU), su un singolo processo, o su un singolo prodotto, purché l'oggetto di analisi risulti critico e rilevante nel modello di business. Il livello a cui viene condotta determina il grado di dettaglio delle informazioni ottenute dall'esperto. Quando l'analisi si concentra, ad esempio, su una specifica BU, consente di approfondire in che modo i singoli fattori ESG siano stati considerati nella definizione delle intenzioni strategiche. Come già evidenziato, l'impatto dei fattori ESG non è uniforme né genera rischi e opportunità identici in tutti i settori; lo stesso principio vale anche a livello aziendale.

Alcuni fattori, come il consumo energetico, incidono maggiormente su determinate aree — ad esempio la produzione — e in misura minore su altre, come l'amministrazione. Altri, come la disponibilità di personale altamente qualificato, possono invece influenzare più fortemente le aree tecniche rispetto a quelle produttive.

Analizzare l'impatto dei singoli fattori ESG su un livello operativo più ristretto è quindi fondamentale per definire correttamente le intenzioni strategiche e mantenere un vantaggio competitivo capace di generare valore.

Attraverso l'analisi SWOT, l'esperto può quindi capire come le organizzazioni hanno individuato capacità, vincoli, opportunità di sviluppo e rischi connessi ai fattori ESG, e hanno formulato strategie che integrino efficacemente questi i fattori. Un esempio visivo di tale analisi SWOT che analizza come i fattori ESG possono influenzare il vantaggio competitivo di un'impresa è riportato nell'immagine seguente:

Punti di forza

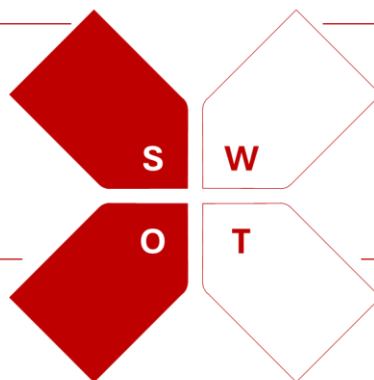
Quali sono gli elementi ESG dell'impresa che generano un vantaggio competitivo?

- Concetto di sostenibilità come vantaggio competitivo
- Innovazione di prodotto/servizio sostenibile
- Cultura aziendale centrata sul benessere

Opportunità

Quali sono le opportunità che possono emergere da un cambiamento del contesto ESG?

- Nuovi mercati consumatori sensibili ESG
- Cambiamenti normative favorevoli
- Incremento valore del brand
- Sviluppo prodotti sostenibili



Punti di debolezza

Quali sono gli elementi ESG dell'impresa che hanno un impatto negativo sul vantaggio competitivo?

- Dipendenza da fonti non rinnovabili
- Elevato livello di emissioni
- Scarsa trasparenza sui processi
- Cultura aziendale debole

Minacce

Quali sono le minacce che possono derivare da un cambiamento del contesto ESG?

- Rischio normativi e sanzioni
- Perdita di fiducia dei consumatori
- Rischi reputazionali
- Eventi climatici



3.5 Modello delle forze competitive

Si tratta di un modello che richiede l'analisi dei concorrenti, dei fornitori, dei prodotti sostitutivi, degli acquirenti e dei potenziali entranti.

- Concorrenti: i fattori ESG possono influenzare in modo diretto la posizione competitiva di un'impresa. Le aziende che adottano pratiche sostenibili ed etiche tendono ad attrarre talenti qualificati, a migliorare la fidelizzazione della clientela e a richiamare maggiori investimenti di capitale.
- Fornitori: la necessità di approvvigionarsi di materie prime certificate o a basso impatto ambientale può rafforzare il potere contrattuale dei fornitori, soprattutto nei settori più esposti ai rischi ESG. Ciò può incidere significativamente sui costi aziendali e spingere l'impresa a diversificare le proprie fonti di approvvigionamento o ad investire nella tracciabilità della catena di fornitura.
- Prodotti sostitutivi: le normative ambientali e il cambiamento delle preferenze dei consumatori favoriscono lo sviluppo di soluzioni alternative, come i veicoli elettrici, che possono accelerare l'obsolescenza dei prodotti tradizionali.
- Acquirenti: consumatori sempre più consapevoli o aziende soggette a obblighi di rendicontazione di sostenibilità privilegiano marchi certificati e conformi ai requisiti ESG, aumentando così il loro potere negoziale. Le imprese che non integrano gli aspetti ESG nei propri prodotti o servizi rischiano di essere escluse dal mercato.
- Potenziali entranti: la crescente complessità delle regolamentazioni ambientali e dei requisiti etici può rappresentare una barriera all'ingresso per nuovi operatori, limitando la concorrenza ma anche aumentando i costi di conformità per chi desidera entrare nel settore. Dall'altra parte, potrebbe favorire l'ingresso di nuove aziende che innovano e cercano di fare dei fattori ESG il loro punto di forza nell'entrare in un nuovo mercato.

Il valutatore dovrà essere in grado di valutare se in ogni forza competitiva sono stati tenuti adeguatamente in considerazione i fattori ESG che possono avere un impatto significativo nella formulazione delle intenzioni strategiche della società.

3.6 Matrici di portafoglio (BCG)

- La valutazione del tasso di crescita del mercato può subire variazioni significative incorporando fattori ESG. Prendendo come esempio un'azienda di impianti di risalita nelle Dolomiti, il prodotto invernale registra tassi di crescita "as-is" molto contenuti nei prossimi anni, dovuti alla saturazione del mercato e all'incertezza climatica (rischio E) che potenzialmente accorcia la stagione sciistica, riducendo la prevedibilità dei passaggi sulle piste. Al contrario, il prodotto estivo beneficia di un tasso di crescita elevato grazie a trend turistici sostenibili (escursionismo, e-bike) e grazie a delle strategie mirate.



- La quota di mercato segue dinamiche competitive influenzate da acquirenti sensibili all'ESG e potenziali entranti. Ignorare questi fattori può erodere la percezione del brand e fedeltà clienti, favorendo nuovi entranti con offerte green che catturano rapidamente quote di mercato. Ad esempio, un operatore che produce saune per alberghi ha perso delle quote di mercato perché le grandi catene alberghiere gli chiedevano delle certificazioni di impatto che lui non aveva, mentre il suo competitor, che da anni ha il bilancio di sostenibilità è riuscito a garantirsi i contratti.

3.7 Modello del posizionamento competitivo

Nella sua versione più comune, colloca aziende o singoli prodotti all'interno di una matrice bidimensionale che incrocia qualità (asse verticale) e prezzo (asse orizzontale), consentendo di visualizzare la loro posizione rispetto ai concorrenti. Rendere un prodotto conforme ai criteri ESG tende ad aumentare la qualità percepita dal consumatore, legittimando così un prezzo più alto e spostando il posizionamento del brand o del prodotto verso il quadrante "premium". Un esempio significativo è quello del mercato vinicolo: a parità di tipologia, un vino con etichetta biologica o con certificazioni di sostenibilità viene generalmente venduto a un prezzo maggiore e gode di una percezione di qualità superiore rispetto alla sua versione tradizionale (Report Wine Monitor 2021 di Nomisma).

Analizzare come i fattori ESG siano stati integrati nella valutazione dei prodotti, o del brand, all'interno degli ultimi due modelli (la matrice di portafoglio e il modello di posizionamento competitivo) è fondamentale per l'esperto valutatore per comprendere il grado di coerenza tra le intenzioni strategiche e il posizionamento effettivo dei prodotti.



CAPITOLO 4 - INTEGRAZIONI DEI FATTORI ESG NEL BUSINESS PLAN

4.1 Fattori ESG e business plan

La crescente centralità dei fattori Environmental, Social and Governance (ESG) nell'ambito economico e finanziario contemporaneo ha determinato un'evoluzione significativa anche nella disciplina della valutazione d'azienda. Se, infatti, fino a pochi anni fa i temi ambientali, sociali e di governance erano prevalentemente percepiti come elementi reputazionali o di compliance normativa, oggi essi si configurano come veri e propri driver di creazione di valore, incidendo sulle prospettive economico-finanziarie delle imprese, il loro profilo di rischio e la loro capacità di attrarre capitali.

Il documento del CNDCEC *"I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa"* pone in evidenza come l'inclusione dei fattori ESG nel processo valutativo non comporti l'adozione di nuove metodologie, ma richieda un ampliamento della base informativa e un affinamento della sensibilità del valutatore nei confronti di elementi qualitativi capaci di incidere sui flussi finanziari prospettici. Tale affermazione rappresenta il punto di partenza per comprendere come il business plan, quale documento cardine nella determinazione del valore, debba oggi essere ripensato alla luce della dimensione ESG.

Nel presente capitolo si analizzeranno le modalità attraverso cui i fattori ESG devono essere integrati nel business plan sotto il profilo di chi redige il piano (l'azienda). L'analisi si articola su cinque profili fondamentali:

- i. orizzonte temporale,
- ii. fonti informative,
- iii. indicatori di performance,
- iv. contenuti chiave,
- v. monitoraggio.

Successivamente si assumerà la prospettiva di chi è deputato alla verifica di ragionevolezza del piano integrato (l'esperto valutatore) e di chi dovrà effettuare l'eventuale attività di integrazione *ex post* dei fattori ESG (l'azienda in combinazione con l'esperto valutatore). Al fine di fornire uno strumento pratico, nel corpo del testo, saranno riportate le checklist pensate per coadiuvare l'esperto valutatore nelle sue attività.



4.2 L'orizzonte temporale di riferimento del business plan

L'orizzonte temporale del business plan assume particolare rilevanza quando l'impresa intende integrare in modo sostanziale i parametri ESG nella propria pianificazione strategica. In un'impostazione tradizionale, il piano industriale tende a svilupparsi su un arco temporale di medio periodo (3-5 anni) ritenuto sufficiente a rappresentare l'evoluzione operativa dell'attività, le dinamiche competitive e la capacità di generazione di flussi di reddito e di cassa. Tuttavia, l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance introduce una dimensione temporale qualitativamente diversa, che non può essere adeguatamente colta all'interno dell'orizzonte consueto.

Le politiche ESG, infatti, non si esauriscono in iniziative tattiche o in interventi marginali, ma implicano spesso trasformazioni strutturali del modello di business, della catena del valore e dei sistemi di governance. Investimenti in efficienza energetica, riconversione tecnologica, riduzione delle emissioni, revisione dei processi di approvvigionamento, rafforzamento dei presidi di controllo interno o programmi di sviluppo del capitale umano, generano, nella maggior parte dei casi, costi immediati e benefici differiti⁸. La loro incidenza sulla redditività e sul profilo di rischio dell'impresa tende a manifestarsi in modo progressivo, talvolta cumulativo, con una durata che eccede quella tradizionalmente adottata nei processi di pianificazione.

La redazione del business plan ESG-integrato richiede che l'orizzonte temporale sia calibrato in funzione della natura degli interventi previsti e della traiettoria di sostenibilità delineata dal management. Una pianificazione su 3-5 anni rischia di cogliere prevalentemente la componente di investimento, con conseguente contrazione dei margini nel periodo iniziale, senza rappresentare adeguatamente i benefici attesi in termini di riduzione dei costi operativi, mitigazione dei rischi regolamentari, miglioramento reputazionale o accesso a nuovi mercati e fonti di finanziamento.

All'interno della dimensione ambientale particolare rilevanza è assunta dai fattori climatici. I rischi fisici legati al cambiamento climatico (eventi meteorologici estremi, innalzamento del livello del mare o stress idrico) e i rischi di transizione (modifiche normative, evoluzione delle preferenze dei consumatori o innovazioni tecnologiche) si sviluppano lungo traiettorie temporali differenziate. Una pianificazione coerente con tali dinamiche deve essere in grado di modellare non solo l'impatto immediato di eventuali shock, ma anche le trasformazioni gradualmente del contesto competitivo e regolamentare⁹. Ciò implica che il business plan debba prevedere un orizzonte sufficientemente esteso da rendere visibili tali effetti e da consentire una valutazione consapevole della resilienza del modello di business.

Non si tratta, tuttavia, di estendere indiscriminatamente il periodo di previsione, bensì di strutturare l'orizzonte temporale in modo funzionale agli obiettivi di sostenibilità perseguiti. In taluni settori, caratterizzati da elevata intensità di capitale o da significativa esposizione a rischi ambientali, può

⁸ A4S, *Essential Guide to Valuations and Climate Change*, 2021.

⁹ IFC, *ESG Guidebook*, 2021.



risultare opportuno articolare il piano in sottoperiodi distinti, breve, medio e lungo termine, con assunzioni differenziate in funzione delle tappe di implementazione delle strategie ESG. In altri casi, può essere necessario affiancare alla previsione di base scenari alternativi che modellino l'incertezza legata all'evoluzione normativa o alla transizione verso modelli produttivi a basse emissioni.

Un ulteriore profilo riguarda il valore terminale. L'integrazione ESG nel business plan non può prescindere da una riflessione sulle ipotesi di crescita e sostenibilità nel lungo periodo. Se l'impresa opera in settori potenzialmente esposti a fenomeni di obsolescenza tecnologica o a restrizioni regolamentari future, l'orizzonte temporale deve essere sufficientemente esteso da consentire la valutazione della compatibilità del modello di business con gli obiettivi di sostenibilità di sistema. Una pianificazione che presupponga una crescita perpetua, senza considerare tali vincoli, rischia di sovrastimare la capacità di generazione di valore nel lungo termine¹⁰.

Alla luce delle considerazioni svolte, l'analisi dell'orizzonte temporale nel business plan ESG-integrato può essere strutturata secondo una griglia operativa di verifica, volta a garantire coerenza tra traiettoria di sostenibilità, dinamica dei flussi prospettici e ipotesi di lungo periodo.

Tabella 4.1 – Check list L'orizzonte temporale di riferimento del business plan

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Superamento del breve termine	L'arco di previsione analitico (3-5 anni) è sufficiente a catturare il payback degli investimenti ESG previsti?	
Sincronizzazione settoriale	L'orizzonte temporale è allineato ai cicli di vita degli asset e ai rischi di transizione del settore (es. Scadenze normative 2030/2050)?	
Articolazione in sotto-periodi	Il piano distingue tra breve termine (CapEx e adeguamento) e medio-lungo termine (benefici: riduzione costi energetici, premio di prezzo, riduzione costo del capitale)?	
Rilevanza dei flussi differiti	Sono stati inseriti flussi oltre il terzo anno derivanti da strategie ESG avviate nell'anno base?	
Analisi dei rischi latenti	Il piano include accantonamenti operativi o ESG che potrebbero manifestarsi nel tempo (es. passività ambientali latenti)?	
Tracciabilità degli investimenti	Eventuali programmi di investimento ESG (es. decarbonizzazione o riconversione) hanno un cronoprogramma coerente con la durata del piano?	
Engagement degli stakeholder	È previsto un orizzonte temporale che permetta di cogliere la maturazione delle politiche di stakeholder engagement e riduzione del rischio reputazionale?	
Ipotesi di 'going concern' sostenibile	Il valore terminale ed il tasso di crescita (g) riflettono un'azienda a regime post-transizione ESG?	

¹⁰ ICAEW Corporate Finance Faculty, *ESG in Deals and Investment*, 2022.



Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Resilienza nel valore terminale	Il valore terminale incorpora lo stato dell'impresa dopo l'adeguamento normativo (es. conformità green deal)?	

4.3 Le fonti informative alla base delle proiezioni finanziarie ed economiche

Le proiezioni prospettiche si fondano prevalentemente su dati storici, analisi settoriali, previsioni macroeconomiche e strumenti di budgeting interno. L'integrazione dei fattori ESG impone tuttavia di ampliare tale perimetro, includendo categorie informative ulteriori, spesso di natura qualitativa o non strutturata, capaci di incidere sulla dimensione, sulla tempistica e sul rischio dei flussi attesi¹¹. In questa dinamica, il professionista, coerentemente con quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), deve esprimere un parere informato fondato su una base informativa ragionevolmente obiettiva e completa, analizzata con il necessario spirito critico (*professional skepticism*)¹².

L'inclusione dei parametri ESG comporta un'estensione della base conoscitiva su cui si fondano le assunzioni economico-finanziarie. Pertanto, qualità, completezza e coerenza delle fonti informative costituiscono un presupposto imprescindibile per la formulazione di proiezioni attendibili¹³. In questa prospettiva, appare utile distinguere tra fonti interne e fonti esterne.

Le fonti interne comprendono il piano industriale, i budget operativi, le analisi di fattibilità relative a specifiche iniziative di sostenibilità, le policy ambientali e sociali adottate dall'impresa, nonché i sistemi di governance e di controllo interno. Particolare rilievo assumono le informazioni concernenti gli investimenti in efficienza energetica, riconversione tecnologica o riorganizzazione della supply chain, poiché consentono di comprendere se e in che misura gli obiettivi ambientali siano effettivamente incorporati nella strategia aziendale. Tuttavia, nella prassi, l'informativa ESG risulta spesso frammentata tra diversi documenti societari e solo parzialmente integrata nei piani industriali¹⁴. Ciò implica che l'analisi delle proiezioni non possa limitarsi al business plan in senso stretto, ma debba estendersi alla ricomposizione delle informazioni disponibili in dichiarazioni non finanziarie, relazioni annuali, comunicazioni al mercato e documentazione di sostenibilità. Il professionista pertanto deve necessariamente verificare la coerenza tra rischi ESG dichiarati, obiettivi strategici e ipotesi economico-finanziarie, evitando disallineamenti tra narrativa e numeri.

Le considerazioni svolte in merito alla qualità, completezza e coerenza della base informativa possono essere tradotte in una griglia operativa di verifica, finalizzata a garantire che le fonti

¹¹ CNDCEC, *I fattori ESG nella valutazione d'azienda: la costruzione della base informativa*, 2024.

¹² PIV, *Parte Prima, I.5.1 La base informativa*, 2015.

¹³ CNDCEC, *op. cit.*

¹⁴ CONSOB, *L'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale: un'analisi della disclosure societaria*, 2025.



utilizzate per la quantificazione delle proiezioni siano effettivamente idonee a supportare le assunzioni prospettiche.

Tabella 4.2 – Check list Le fonti per la quantificazione delle proiezioni finanziarie ed economiche

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Allineamento settoriale	Le fonti utilizzate dal management si concentrano sui temi ESG materiali per il settore specifico (es. benchmark di settore) e non su fattori accessori che non impattano le determinanti del valore?	
Connessione ai driver di valore	I dati raccolti permettano di collegare direttamente il fattore ESG a una variabile finanziaria (es. riduzione emissioni collegata a risparmio energetico in OpEx o riduzione carbon tax)?	
Robustezza del sistema di raccolta	L'impresa dispone di un sistema di gestione ambientale e sociale o di procedure formalizzate alla raccolta dati che garantiscano l'oggettività dei dati storici utilizzati come base per le proiezioni?	
Validazione terza e benchmarking	Le proiezioni sono corroborate da fonti esterne autorevoli (es. dati di mercato)? O in alternativa, le informazioni ESG chiave sono state soggette a revisione esterna (assurance), riducendo il rischio di stime arbitrarie?	
Identificazione dei rischi latenti	La base informativa include analisi su passività potenziali (ambientali, legali o della supply chain) che, pur non essendo ancora in contabilità, potrebbero alterare il profilo di rischio futuro?	
Riconciliazione tra narrativa e budget	Gli impegni assunti nella Rendicontazione di Sostenibilità o nel bilancio di sostenibilità con le voci di spesa (CapEx/OpEx) del business plan hanno adeguata copertura finanziaria nel piano?	
Integrità delle proiezioni negli scenari	L'incertezza climatica e regolamentare è stata modellata attraverso analisi di sensibilità o scenari alternativi (es. Framework A4S), garantendo che le proiezioni non siano un'estrapolazione lineare del passato ma riflettano la strategia di transizione?	

Le fonti esterne assumono un ruolo altrettanto centrale. La valutazione della plausibilità delle proiezioni ESG-integrate richiede il confronto con benchmark settoriali, standard di materialità e



prassi di mercato¹⁵. Non tutte le tematiche ESG sono rilevanti nella medesima misura per ogni impresa, pertanto, la selezione delle variabili da includere all'interno della reportistica deve essere guidata dall'analisi del settore, della geografia operativa e del modello di business. La selezione dei fattori ESG non può essere generica, ma deve essere guidata dalla rilevanza economica rispetto al settore e al modello di business dell'impresa¹⁶. La base informativa, infatti, deve essere costruita in funzione della specifica finalità della stima e dell'oggetto della valutazione. Inoltre, ricorrere a standard di riferimento e a dati comparabili consente di verificare se gli obiettivi dichiarati siano coerenti con le capacità operative dell'impresa e con le dinamiche competitive.

Altra dinamica di fondamentale importanza è l'identificazione di rischi latenti che non emergono necessariamente dai dati finanziari storici (rischi ambientali potenziali, esposizioni regolamentari, controversie legali, criticità nella supply chain, passività contingenti, etc.) ma che possono incidere significativamente sulle prospettive economiche future. Ne consegue che la costruzione delle proiezioni deve tenere conto anche di tali elementi, che, pur non immediatamente quantificabili, possono alterare in modo sostanziale il profilo di rischio dell'impresa.

La solidità delle proiezioni ESG-integrate dipende, inoltre, dalla maturità dei sistemi di gestione e monitoraggio. La presenza di procedure formalizzate di raccolta dati, di sistemi di controllo interno e di strutture di governance dedicate, rafforza la credibilità delle assunzioni prospettiche. Al contrario, l'assenza di presidi organizzativi strutturati può suggerire un maggior grado di incertezza circa la capacità dell'impresa di realizzare gli obiettivi dichiarati.

Particolarmente delicata è la quantificazione dei rischi climatici, che richiede l'accesso a informazioni relative a scenari di transizione, politiche ambientali, dinamiche di carbon pricing o esposizioni a rischi fisici. In assenza di dati sufficientemente granulari, l'approccio deve essere prudentiale, ricorrendo a scenari alternativi o ad analisi di sensibilità che consentano di modellare l'incertezza.

In termini sistematici, le fonti informative utilizzate per la quantificazione delle proiezioni ESG-integrate devono soddisfare tre requisiti fondamentali:

- i. Rilevanza e materialità, ossia attinenza ai driver economici dell'impresa e al suo contesto settoriale;
- ii. Affidabilità e verificabilità, mediante sistemi di raccolta dati strutturati e, ove possibile, assurance esterna;
- iii. Coerenza interna, tra narrativa ESG, obiettivi strategici e proiezioni economico-finanziarie.

L'esperto valutatore, nell'esercizio dell'incarico di valutazione in senso pieno, non può limitarsi ad accettare le proiezioni fornite dal management, ma deve valutarne la base informativa sottostante, verificando che essa sia sufficientemente solida, quale sostegno alle assunzioni prospettiche. L'esperto è chiamato ad esprimere un giudizio sulla coerenza e plausibilità delle previsioni utilizzate

¹⁵ ICAEW, *op. cit.*

¹⁶ PIV, *op. cit.*



nel piano, in quanto l'informazione prospettica rappresenta la principale modalità attraverso cui l'incertezza entra nella valutazione¹⁷. L'integrazione ESG, infatti, accresce il contenuto qualitativo del piano e, conseguentemente, l'esigenza di un giudizio professionale critico sulla qualità delle fonti.

4.4 Gli indicatori di performance (KPI)

In una pianificazione tradizionale, i dati economico-finanziari (ricavi, margini, flussi di cassa e ritorni sugli investimenti) costituiscono il fulcro del sistema di controllo. L'integrazione dei fattori ESG implica l'estensione di tale sistema, includendo metriche e strumenti che misurino la capacità dell'impresa di gestire impatti ambientali, relazioni sociali e assetti di governance. Ciò non comporta la sostituzione degli indicatori finanziari, bensì la loro integrazione in una prospettiva più ampia, capace di cogliere le determinanti di sostenibilità del modello di business.

La prima condizione affinché i KPI ESG possano essere efficacemente integrati nel business plan è la loro selezione secondo criteri di materialità. Non tutte le tematiche ESG assumono rilievo equivalente per ogni settore o impresa. L'identificazione degli indicatori deve dunque partire dall'analisi del modello di business, della catena del valore e del contesto competitivo, al fine di individuare i fattori che possono incidere in modo significativo sulla continuità operativa, sulla reputazione e sulla capacità di generare valore nel tempo. Difatti esulare dai KPI che possono effettivamente essere applicati al singolo caso di specie, rischia di condurre ad un approccio indiscriminato, che include un numero eccessivo di metriche non pertinenti, generando eccessiva complessità informativa.

La selezione e l'integrazione dei KPI ESG nel business plan possono essere sistematizzate attraverso una griglia di verifica operativa, volta ad accertare la coerenza tra indicatori, driver finanziari e assetto organizzativo.

Tabella 4.3 – Check list Gli indicatori di performance non finanziari (KPI)

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Pertinenza settoriale	Gli indicatori selezionati riflettono i temi ESG che hanno un impatto reale sul modello di business e sulla catena del valore? Sono stati inseriti KPI irrilevanti che generano solo rumore informativo?	
Correlazione con i flussi	Per ogni KPI ESG è esplicitato il legame con una voce di bilancio (es. Emissioni → efficienza energetica/OpEx o CapEx; sicurezza → riduzione costi per infortuni e interruzioni operative)?	

¹⁷ PIV, *op. cit.*



Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Obiettivi temporizzati	I KPI sono accompagnati da target quantitativi chiari e scadenze definite? Sono previste milestone intermedie per verificare l'avanzamento lungo l'orizzonte del piano?	
Bilanciamento ESG	Il sistema di indicatori copre adeguatamente le tre dimensioni? Ambientale (emissioni, energia, risorse), Sociale (capitale umano, supply chain), Governance (etica, controlli interni, struttura del board)?	
Responsabilità e remunerazione	Il piano specifica chi è responsabile del monitoraggio dei KPI? Esiste un collegamento tra target ESG e sistemi di incentivazione del management?	
Allocazione delle risorse	Se il piano prevede il miglioramento di un KPI (es. -20% emissioni), sono stanziati i fondi necessari nei flussi di cassa? Esiste coerenza tra ambizione del KPI e budget assegnato?	
Robustezza metodologica	I KPI poggiano su un sistema strutturato di raccolta dati? È indicata la metodologia di calcolo per garantirne confrontabilità? È prevista assurance esterna, ove possibile?	

Ulteriore elemento critico dell'integrazione riguarda la definizione di target temporizzati. I KPI ESG devono essere accompagnati da obiettivi quantitativi o qualitativi chiari, con scadenze definite e *milestone* intermedie¹⁸. Senza target misurabili, gli indicatori rischiano di rimanere strumenti descrittivi privi di reale incidenza sul processo di pianificazione. L'inclusione di tali target nel business plan consente di monitorare l'avanzamento delle politiche di sostenibilità e di verificarne la coerenza con le proiezioni economico-finanziarie. Inoltre, la qualità del dato rappresenta un ulteriore profilo critico. Per essere effettivamente integrati nel business plan, i KPI ESG devono essere sostenuti su sistemi di raccolta e monitoraggio strutturati, metodologie di calcolo coerenti e, ove possibile, verifiche indipendenti. In assenza di tali presidi, la credibilità degli obiettivi dichiarati può risultare compromessa, indebolendo la solidità complessiva della pianificazione.

A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, si riportano i principali KPI impiegati nella reportistica ESG:

Environmental:

- vi. Emissioni gas serra;
- vii. Intensità energetica;
- viii. Consumo risorse idriche;
- ix. Gestione dei rifiuti;

¹⁸ IFC, *op. cit.*



- x. Percentuale di energia proveniente da fonti rinnovabili.

Social:

- xi. Tasso di turnover;
- xii. Indici di sicurezza sul lavoro;
- xiii. Grado di diversità ed inclusione;
- xiv. Capacità di formazione del personale;
- xv. Sostenibilità della supply chain.

Governance:

- xvi. Tasso di inclusività del CdA;
- xvii. Remunerazione esecutiva (bonus legati ad obiettivi di sostenibilità sociale ed ambientale);
- xviii. Grado di efficacia delle politiche anticorruzione;
- xix. Gestione dei rischi (efficacia dei sistemi di controllo interno e audit sulla sostenibilità).

Le metriche sopracitate non sono da intendersi come meri strumenti di reporting, ma come leve gestionali che incidono su costi operativi, investimenti futuri, esposizione regolamentare e reputazione di mercato. Inserire tali KPI nel business plan significa collegare, nel caso ambientale obiettivi di riduzione delle emissioni a programmi di investimento specifici e a target temporali misurabili. Analogamente, gli indicatori sociali incidono sulla produttività, sulla qualità del capitale umano, sulla continuità delle relazioni commerciali e sulla capacità dell'impresa di attrarre talenti e partner. Infine, nel caso governance l'integrazione di tali indicatori nel piano implica l'esplicitazione delle responsabilità a livello di vertice, la definizione di processi di supervisione e, ove opportuno, l'allineamento dei sistemi di incentivazione del management agli obiettivi ESG. Pertanto, ragionevolmente, un business plan ESG-integrato dovrebbe esplicitare come gli indicatori utilizzati siano collegati agli obiettivi strategici e quali risorse siano allocate per il loro raggiungimento.

4.5 Contenuti chiave del business plan ESG-integrato

L'integrazione dei fattori ESG nel business plan non può ridursi all'inserimento di una sezione dedicata alla sostenibilità o a un capitolo di natura prevalentemente descrittiva. Questa richiede, piuttosto, una revisione strutturale dell'architettura informativa del piano stesso, tale da garantire che le dimensioni ESG siano incorporate in modo organico nella strategia aziendale e nelle sue proiezioni prospettiche. Un business plan, infatti, può dirsi realmente ESG-integrato soltanto quando tali fattori permeano l'intero impianto strategico, incidendo sulle ipotesi di crescita, sugli investimenti programmati, sulla gestione dei rischi e sulla definizione degli obiettivi di medio-lungo periodo.



I contenuti chiave di un business plan ESG-integrato possono essere ricondotti a cinque pilastri^{19 20}:

- i. Modello di business;
- ii. Analisi dei rischi;
- iii. Obiettivi e strategia ESG;
- iv. Traduzione economico-finanziaria;
- v. Governance.

Solo attraverso l'integrazione sistemica di tali dimensioni è possibile garantire che la sostenibilità non sia un elemento accessorio della pianificazione, ma una componente strutturale della strategia aziendale e della sua rappresentazione prospettica.

La prima dimensione riguarda l'integrazione ESG che deve partire da una comprensione approfondita delle modalità con cui l'impresa crea valore e delle interazioni tra le sue attività operative e l'ambiente economico e sociale di riferimento. Limitarsi alla descrizione del core business non è sufficiente, infatti, occorre esplicitare come la catena del valore, i processi produttivi, le relazioni con fornitori e clienti e la presenza geografica dell'impresa generino impatti ambientali e sociali o siano esposti a specifici rischi di sostenibilità. In tal senso, la descrizione del modello di business deve essere accompagnata da un'analisi delle esposizioni ESG rilevanti, evitando che tali elementi rimangano confinati alla sola informativa non finanziaria o alla documentazione di sostenibilità.

La seconda dimensione richiede che un business plan ESG-integrato debba, necessariamente, includere una mappatura esplicita dei rischi ambientali, sociali e di governance materialmente rilevanti per l'impresa. Tali rischi possono derivare da pressioni regolamentari, evoluzioni tecnologiche, cambiamenti nelle preferenze dei consumatori, vulnerabilità nella *supply chain*, esposizioni climatiche fisiche o transizione verso modelli produttivi a basse emissioni. L'analisi non deve limitarsi all'identificazione astratta dei rischi, ma deve evidenziare la loro possibile incidenza sulle operazioni, sui costi, sui ricavi e sulla continuità aziendale. Difatti, la coerenza tra analisi dei rischi e strategia delineata nel business plan rappresenta un elemento qualificante dell'integrazione: i rischi individuati devono trovare riscontro nelle scelte strategiche e nelle assunzioni prospettiche.

La terza dimensione concerne la definizione di obiettivi ESG chiari, misurabili e temporalmente definiti. L'integrazione effettiva richiede che il piano espliciti target concreti (riduzione delle emissioni, miglioramento dell'efficienza energetica, rafforzamento delle politiche di inclusione, miglioramento degli standard di governance, etc.) corredati da orizzonti temporali coerenti e da milestone intermedie. Obiettivi generici o privi di misurabilità difficilmente possono essere considerati espressione di una strategia integrata. Gli obiettivi devono inoltre essere coerenti con la materialità settoriale e con le capacità operative dell'impresa, nonché accompagnati da indicazioni sulle risorse allocate per il loro conseguimento.

¹⁹ IFC, *op. cit.*

²⁰ CNDCEC, *op. cit.*



La quarta dimensione è relativa alla traduzione economico-finanziaria delle strategie ESG. Un business plan può dirsi realmente integrato solo quando gli obiettivi di sostenibilità trovano un riscontro nelle ipotesi numeriche sottostanti alle proiezioni. Ciò implica che gli investimenti necessari per implementare le politiche ESG siano inclusi nel piano, che eventuali risparmi di costo o benefici reputazionali siano riflessi nei margini attesi e che i rischi regolamentari o climatici siano considerati nelle assunzioni di crescita o nella struttura dei costi. In assenza di tale traduzione, l'integrazione ESG rimane astratta e rischia di non incidere sostanzialmente sulla condotta strategica.

La quinta dimensione fa riferimento alla dimensione organizzativa delle strategie ESG e alla presenza di sistemi strutturati di supervisione e controllo. Il business plan deve quindi chiarire quali organi aziendali siano responsabili dell'attuazione delle politiche ESG, quali meccanismi di reporting siano previsti e se esistano sistemi di incentivazione collegati al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. La governance rappresenta l'elemento di raccordo tra strategia e operatività: senza un adeguato presidio organizzativo, anche le migliori intenzioni strategiche rischiano di rimanere inattuare.

I cinque pilastri sopra individuati possono essere tradotti in una griglia strutturata di verifica, volta ad accertare se e in che misura il business plan integri effettivamente i fattori ESG nei propri contenuti strategici e prospettici.

Tabella 4.4 – Check list chiave del business plan ESG-integrato

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Mappatura delle interdipendenze	Il piano descrive come i fattori ESG influenzano la catena del valore (es. approvvigionamento materie prime, processi produttivi)?	
Quantificazione degli impatti	I rischi ESG identificati (fisici, di transizione, regolamentari) sono tradotti in potenziali perdite di ricavi o aumenti di costi nelle tavole delle proiezioni? La mappa dei rischi è alla base delle assunzioni di crescita?	
Budgetizzazione delle iniziative	Gli investimenti necessari per raggiungere gli obiettivi ESG (es. nuovi macchinari, filtri, formazione) sono stati previsti nei CapEx? Le CapEx/OpEx sono coerenti con le ambizioni dichiarate?	
Cronoprogramma degli obiettivi	Gli obiettivi ESG sono accompagnati da KPI numerici e scadenze coerenti con l'orizzonte del piano? Sono previste milestone intermedie per misurare l'avanzamento anno per anno?	
Driver di ricavo ESG-sensitive	Le previsioni di vendita considerano cambiamenti nelle preferenze dei consumatori o "green premium"? Il rischio di obsolescenza di prodotti non conformi ai nuovi standard ESG è stato considerato?	



Presidio organizzativo e incentivi	Il piano indica chi è responsabile dell'esecuzione della strategia ESG (CdA, comitato ESG)? Il raggiungimento degli obiettivi ESG è collegato alla remunerazione variabile del management?	
Assenza di disallineamenti	Esiste piena coerenza tra quanto descritto nella sezione qualitativa e quanto emerge dai dati numerici? Sono presenti eventuali vuoti informativi tra narrativa ESG e flussi finanziari?	

4.6 Il monitoraggio dell'avanzamento del piano

Il monitoraggio dell'avanzamento del business plan costituisce una componente essenziale affinché l'integrazione dei fattori ESG assuma una dimensione sostanziale e non meramente programmatica. In particolare, quando il piano incorpora obiettivi di sostenibilità di medio-lungo periodo, la credibilità dell'intero impianto strategico dipende dall'esistenza di un sistema strutturato di controllo e verifica, capace di misurare progressivamente il grado di raggiungimento dei target dichiarati e di correggere eventuali scostamenti.

La pianificazione strategica, infatti, deve configurarsi come un processo dinamico, caratterizzato da un ciclo continuo di definizione degli obiettivi, implementazione delle politiche, misurazione dei risultati e revisione delle strategie. Tale principio assume un rilievo ancora maggiore nel contesto ESG, dove molte iniziative (riduzione delle emissioni, il miglioramento della sicurezza sul lavoro o il rafforzamento dei presidi di governance) producono effetti progressivi e richiedono un monitoraggio costante per garantire coerenza tra intenzioni strategiche e risultati effettivi.

Un sistema di monitoraggio efficace si articola su almeno tre livelli interconnessi²¹:

- i. Indicatori;
- ii. Governance;
- iii. Trasparenza.

Il primo livello riguarda la misurazione tramite indicatori. I KPI ESG devono essere rilevati con periodicità definita, confrontati con i target stabiliti e analizzati in relazione agli scostamenti. Ciò presuppone l'esistenza di sistemi informativi adeguati, di metodologie di calcolo coerenti e di una chiara definizione del perimetro di misurazione. L'integrazione della misurazione ESG nei processi gestionali e nei sistemi di controllo interno consente di evitare che gli indicatori rimangano confinati a una dimensione di reporting esterno, trasformandoli invece in strumenti di governo dell'impresa. Il business plan ESG-integrato deve dunque esplicitare non solo quali KPI siano adottati, ma anche come essi siano incorporati nei processi decisionali.

²¹ ICAEW, *op. cit.*



Il secondo livello concerne la governance. Il monitoraggio non può essere delegato esclusivamente a funzioni operative, ma richiede un coinvolgimento diretto degli organi di vertice. Il consiglio di amministrazione e l'alta direzione devono esercitare una funzione di supervisione sull'andamento delle performance ESG, verificando periodicamente lo stato di avanzamento rispetto agli obiettivi strategici. La presenza di una chiara attribuzione di responsabilità, di comitati dedicati o di meccanismi di incentivazione collegati agli obiettivi di sostenibilità costituisce un elemento qualificante della maturità organizzativa. In assenza di tali presidi, la capacità dell'impresa di realizzare le strategie ESG delineate nel business plan risulta inevitabilmente più incerta.

Il terzo livello riguarda la trasparenza e l'assurance. La comunicazione periodica dei risultati ESG, sia verso l'interno sia verso l'esterno, rafforza la credibilità del piano e contribuisce a ridurre il rischio di disallineamenti tra dichiarazioni e prassi operative. La disclosure deve essere chiara, coerente e comparabile nel tempo, in modo da consentire agli stakeholder di valutare l'effettivo progresso rispetto agli obiettivi annunciati. L'eventuale ricorso a verifiche indipendenti o assurance esterna sui dati ESG può ulteriormente rafforzare la fiducia nella qualità dell'informazione fornita.

I tre livelli sopra richiamati possono essere tradotti in una griglia operativa di verifica, volta ad accertare la solidità del sistema di monitoraggio previsto nel business plan ESG-integrato.

Tabella 4.5 – Check list Il monitoraggio dell'avanzamento del piano

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Frequenza e metodologia	Il piano specifica la periodicità (es. trimestrale/semestrale) con cui i KPI ESG vengono rilevati e confrontati con le milestone? Le metodologie di calcolo sono coerenti con standard internazionali per garantirne la comparabilità nel tempo?	
Meccanismi di correzione	È previsto un processo formale per analizzare gli scostamenti tra risultati ESG ottenuti e le milestone previste? Il piano delinea come intervenire in caso di performance inferiori alle attese (es. riallocazione budget o revisione strategie)?	
Integrazione nei sistemi di controllo	Il monitoraggio ESG è integrato nei sistemi di controllo di gestione generali (es. ERP aziendale) o gestito come attività separata? La misurazione è parte del sistema di gestione ambientale e sociale complessivo?	
Supervisione del board	È chiaramente indicato quale organo (es. comitato Sostenibilità o CdA) ha la responsabilità ultima della supervisione dei progressi ESG? Il CdA esercita una funzione di controllo attivo sul piano?	
Allineamento incentivi	Esiste un collegamento esplicito tra il raggiungimento delle milestone ESG previste nel business plan e i sistemi di incentivazione variabile del management?	



Robustezza della disclosure	Il piano prevede flussi informativi trasparenti facilmente accessibili da stakeholder esterni per una eventuale verifica indipendente (assurance esterna)?	
Ciclo di revisione	Sono previste dinamiche di aggiornamento del piano in funzione dell'evoluzione normativa e tecnologica? Il monitoraggio consente di ricalibrare i target per garantire resilienza nel lungo termine?	

Dal punto di vista strategico, il monitoraggio svolge una funzione di raccordo tra pianificazione e adattamento. In un contesto caratterizzato da elevata incertezza normativa, tecnologica e climatica, la capacità di aggiornare tempestivamente il piano in funzione dei risultati conseguiti rappresenta un elemento di resilienza. Il business plan ESG-integrato dovrebbe pertanto prevedere momenti di revisione periodica, in cui gli obiettivi possano essere ricalibrati alla luce dell'evoluzione del contesto esterno e delle performance interne.

Per il valutatore, e più in generale per chi analizza la solidità del piano, l'esistenza di un sistema di monitoraggio strutturato rappresenta un indicatore cruciale della credibilità delle assunzioni prospettiche. Qualora il valore stimato incorpori benefici futuri derivanti da politiche di sostenibilità, sarà necessario verificare che esistano meccanismi concreti di attuazione e controllo. In mancanza di tali strumenti, le ipotesi prospettiche assumono un grado di incertezza più elevato e possono richiedere l'adozione di scenari prudenziali o di analisi di sensibilità.

4.7 Verifica di ragionevolezza del business plan ESG-integrato nell'ambito della valutazione in senso pieno

In un contesto in cui i fattori ESG assumono crescente rilevanza economica e finanziaria, la verifica di ragionevolezza del business plan non può limitarsi alla coerenza aritmetica delle proiezioni o alla plausibilità delle assunzioni macro, ma deve estendersi alla valutazione critica del modo in cui le dimensioni ambientale, sociale e di governance sono integrate nella pianificazione strategica e nei driver economici dell'impresa.

L'inclusione dei fattori ESG non modifica le metodologie valutative tradizionali, ma impone un ampliamento della base informativa e una maggiore capacità interpretativa rispetto agli elementi qualitativi che incidono sui flussi prospettici²². Ne deriva che la verifica di ragionevolezza deve articolarsi su più livelli analitici²³.

- i. Materialità;
- ii. Coerenza interna;

²² CNDCEC, *op. cit.*

²³ ICAEW *op. cit.*



- iii. Traduzione economica;
- iv. Robustezza metodologica.

La sopracitata articolazione della verifica trova, inoltre, fondamento nei PIV, secondo cui la valutazione deve basarsi su una base informativa completa, coerente e criticamente analizzata, e le ipotesi prospettiche devono essere ragionevoli e adeguatamente giustificate²⁴.

Un primo livello riguarda la corretta identificazione delle tematiche materialmente rilevanti. Non tutti i fattori ESG hanno lo stesso peso per ogni impresa; la selezione deve essere coerente con il settore di appartenenza, la struttura operativa, la catena del valore e il contesto regolamentare. Un business plan che affronti in modo indistinto l'intero universo ESG o, al contrario, ometta aspetti notoriamente critici per il settore di riferimento evidenzia una debolezza metodologica. Il giudizio di ragionevolezza richiede quindi una valutazione comparativa rispetto alle prassi di mercato e ai benchmark settoriali, al fine di comprendere se l'integrazione proposta dal management sia proporzionata e coerente.

Un secondo livello concerne la coerenza interna del piano. La presenza di un'analisi dei rischi ESG non è di per sé sufficiente: occorre verificare che tali rischi trovino adeguata traduzione nelle scelte strategiche e nelle ipotesi prospettiche. Se un'impresa riconosce l'esposizione a rischi climatici o regolamentari, ma non prevede investimenti, adeguamenti operativi o modifiche nei costi e nei ricavi attesi, emerge un disallineamento tra narrativa e struttura economico-finanziaria. La ragionevolezza del piano esige una connessione logica tra rischi identificati, obiettivi strategici, investimenti programmati e flussi prospettici.

Un terzo profilo riguarda la traduzione economica dei fattori ESG nei driver di valore. I parametri di sostenibilità devono essere integrati nei principali aggregati prospettici (ricavi, costi operativi, CapEx, fabbisogni finanziari) in modo coerente e misurabile. Un piano che dichiari, ad esempio, un percorso di decarbonizzazione dovrebbe riflettere nei numeri sia gli investimenti necessari sia i potenziali benefici in termini di efficienza energetica o riduzione del rischio regolamentare. In assenza di tale traduzione, l'integrazione ESG rimane formale e non incide sostanzialmente sulla pianificazione economico-finanziaria.

Un quarto livello attiene alla coerenza metodologica complessiva. Il valutatore deve verificare che l'eventuale impatto dei fattori ESG sia incorporato nel modello in modo coerente, evitando duplicazioni o incoerenze. Il rischio di doppio conteggio, ad esempio mediante l'inclusione di penalizzazioni ESG sia nei flussi di cassa sia nel tasso di attualizzazione, può alterare significativamente il risultato finale. Analogamente, l'attribuzione di premi impliciti nei multipli o nei tassi di crescita deve essere supportata da evidenze coerenti con la performance effettiva dell'impresa.

²⁴ PIV, *op. cit.*



I quattro livelli sopra richiamati possono essere tradotti in una griglia operativa di verifica, finalizzata ad accertare la coerenza sostanziale del business plan ESG-integrato nell'ambito della valutazione in senso pieno.

Tabella 4.6 – Check list Verifica di ragionevolezza del business plan ESG-integrato nell'ambito della valutazione in senso pieno

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Analisi selettiva	I temi ESG trattati sono coerenti l'attività dell'impresa analizzata? (es. inclusione KPI generici o irrilevanti)	
Benchmark settoriale	Obiettivi e assunzioni del management sono in linea con i peers o con gli standard di settore?	
Allineamento rischi-strategia	Sono state identificate eventuali contromisure per ogni rischio ESG identificato nella parte descrittiva (es. Carbon tax → investimenti rinnovabili o accantonamenti)?	
Corrispondenza degli investimenti	Gli impegni ESG dichiarati trovano copertura finanziaria nel piano CapEx? (es. evitare il rischio di piani "green" a costo zero)	
Impatto sulle variazioni di costi e ricavi	La variazione di ricavi ("green premium") o costi (efficienza energetica) derivante dall'ESG è quantificata in modo plausibile?	
Analisi di sensibilità	È stata verificata la ragionevolezza del piano variando ipotesi ESG chiave (es. prezzo del carbonio, mancato raggiungimento target)?	
Integrità del modello valutativo	È stato evitato il doppio conteggio dello stesso fattore ESG?	
Supporto premi/sconti ESG ai	Eventuali premi nel valore terminale o nei multipli per merito ESG sono supportati da evidenze concrete di leadership o minor rischio specifico?	
Credibilità dell'esecuzione	L'azienda possiede governance e sistemi informativi adeguati per realizzare quanto dichiarato nel piano?	
Riscontri oggettivi	Le assunzioni del piano trovano riscontro in documenti esterni (certificazioni ISO, rating ESG indipendenti, report di due diligence)?	
Trasparenza	Il piano affronta anche criticità ESG (contenziosi ambientali, supply chain)? Il piano è eccessivamente ambizioso?	



4.8 L'integrazione del business plan in assenza di dimensione ESG

Qualora il business plan fornito dalla società non includa in modo esplicito o strutturato la dimensione ESG, ovvero la tratti in modo marginale o meramente descrittivo, il professionista non può limitarsi a recepire passivamente il piano predisposto dal management, poiché l'assenza formale di riferimenti alla sostenibilità non equivale all'assenza sostanziale di rischi o opportunità connessi ai fattori ambientali, sociali e di governance. I parametri ESG operano infatti come determinanti strutturali del contesto competitivo e regolamentare, incidendo sulla capacità dell'impresa di generare valore nel tempo indipendentemente dal grado di consapevolezza esplicita con cui essi sono trattati nel piano.

L'integrazione ESG ex post, in questo senso, non rappresenta un'estensione arbitraria dell'attività del professionista, bensì una conseguenza coerente dei principi metodologici che impongono di considerare tutti i fattori materialmente rilevanti ai fini della determinazione del valore. Anche in operazioni non esplicitamente motivate da obiettivi di sostenibilità, l'ESG può creare o distruggere valore, influenzando ricavi, costi, investimenti, accesso al capitale e profilo di rischio. Pertanto, l'assenza di un'esplicita trattazione nel business plan non può essere interpretata come neutralità.

Il primo passo dell'integrazione consiste nell'analisi approfondita della value-chain dell'impresa. Occorre esaminare le attività a monte (upstream), le operazioni interne e le attività a valle (downstream), al fine di individuare eventuali esposizioni latenti a rischi ambientali o sociali. L'impresa potrebbe essere esposta, ad esempio, a rischi climatici fisici, a dipendenze da materie prime critiche, a vulnerabilità nella supply chain o a potenziali criticità reputazionali. Questa ricognizione consente di mappare le aree in cui la sostenibilità può incidere sui driver economici, anche in assenza di esplicite indicazioni nel piano.

Il secondo passaggio riguarda l'applicazione di criteri di materialità settoriale. Non tutti i fattori ESG assumono la medesima rilevanza per ogni impresa; l'integrazione deve quindi concentrarsi sui fattori che, in relazione al settore e al contesto geografico, possono incidere concretamente sulle prospettive economico-finanziarie. In questa fase è essenziale evitare un approccio generico o meramente formale: l'obiettivo non è introdurre l'intero spettro delle tematiche ESG, ma selezionare quelle che presentano un potenziale impatto significativo sui flussi prospettici o sul profilo di rischio.

Il terzo passaggio concerne la valutazione dell'impatto economico potenziale dei rischi individuati. Anche in assenza di dati puntuali forniti dal management, il valutatore può modellare l'effetto di possibili evoluzioni normative, di variazioni nei prezzi delle emissioni, di investimenti necessari per l'adeguamento agli standard ambientali o di cambiamenti nelle preferenze dei consumatori. Tale modellizzazione può avvenire attraverso la costruzione di scenari alternativi o l'effettuazione di analisi di sensibilità, al fine di rappresentare l'incertezza associata ai fattori ESG e la loro possibile incidenza sui flussi di cassa.

In taluni casi, l'integrazione può comportare la considerazione di passività contingenti o di costi di adeguamento futuri. Rischi ambientali non ancora manifestatisi, potenziali sanzioni regolamentari o



obblighi di bonifica possono incidere in modo significativo sul valore dell'impresa e devono essere presi in considerazione anche quando non esplicitamente menzionati nel piano. L'analisi deve dunque estendersi oltre la dimensione strettamente prospettica, includendo anche una valutazione prudenziale delle esposizioni potenziali.

È tuttavia fondamentale che l'esperto valutatore mantenga una chiara distinzione tra le assunzioni derivanti dal piano del management e quelle introdotte autonomamente. L'integrazione ESG ex post non deve tradursi in una sostituzione del management nelle scelte strategiche, ma in un arricchimento metodologico del processo valutativo. Le ipotesi integrative devono essere documentate in modo trasparente, esplicitando le fonti utilizzate, i limiti informativi e il grado di incertezza associato.

Pertanto, quando il business plan non comprende la dimensione ESG, il valutatore può legittimamente intervenire identificando esposizioni latenti lungo la value chain, applicando criteri di materialità settoriale, modellando scenari prudenziali e considerando eventuali passività contingenti. Tale intervento non altera la natura dell'incarico, ma costituisce un'applicazione coerente dei principi di completezza e prudenza in un contesto economico nel quale i fattori ESG rappresentano componenti strutturali del rischio e della creazione di valore.

I passaggi sopra descritti possono essere sistematizzati in una griglia operativa di integrazione ex post, volta a garantire che l'analisi ESG sia condotta in modo coerente, proporzionato e metodologicamente trasparente.

Tabella 4.7 – Check list L'integrazione del business plan in assenza di dimensione ESG

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
Mappatura upstream/downstream	In assenza di dati societari completi, sono stati analizzati i rischi ambientali e sociali dei fornitori critici o gli impatti derivanti dall'uso dei prodotti da parte dei clienti?	
Identificazione delle passività contingenti	Sono state verificate potenziali passività latenti ESG non citate nel piano (es. siti da bonificare, contenziosi, rischi di sanzioni per non conformità normativa, etc.)?	
Proxy informative	Sono stati utilizzati standard esterni (es. mappe di materialità settoriali) per identificare i fattori ESG che avrebbero dovuto essere inclusi nel piano?	
Benchmarking con i peers	Le performance ESG dell'azienda (da fonti esterne) sono state confrontate con la media di settore per individuare eventuali svantaggi competitivi non dichiarati?	
Stress test e scenari	Sono stati simulati scenari alternativi (es. aumento prezzi CO2 o energia) per testare l'impatto sui margini operativi (EBITDA)?	

DOCUMENTO

I fattori ESG nella valutazione d'azienda:
elementi strategici, gestionali e informativi



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Area di Verifica (Elemento Chiave)	Descrizione / Domanda di Controllo	Esito (Sì/No)
CapEx di adeguamento impliciti	Alla luce delle nuove normative ambientali, sono stati stimati investimenti necessari per mantenere l'operatività?	
Separazione delle ipotesi	La relazione distingue chiaramente tra i dati dal management e rettifiche ESG introdotte autonomamente dal valutatore?	
Documentazione delle fonti	Sono citate le fonti esterne (database ESG, report di settore, studi climatici) utilizzate per giustificare l'integrazione ex post?	

