

VALUTAZIONE D'AZIENDA

I fattori Esg su finanza ed impresa e la loro influenza sulla valutazione d'azienda

PAOLO VERNERO

FEDERICO CATTAROSI

La relazione tra creazione di valore e fattori Esg rappresenta un tema oggetto di crescente attenzione, anche in considerazione del loro stretto legame con la materialità aziendale e la progressiva influenza sulla creazione del valore dell'impresa. In questo contesto è centrale l'esame dell'impatto dei fattori Esg sulla valutazione d'azienda. Tale apprezzamento potrà tradursi in specifici aggiustamenti di tipo qualitativo ai principali *driver* del modello di valutazione, ovvero delle proiezioni dei flussi di reddito e/o finanziari futuri, dei relativi tassi di crescita di lungo termine e/o del costo del capitale e del saggio di attualizzazione.

Impatto fattori Esg sulla finanza

Sotto il profilo della finanza, intesa in senso lato, è bene premettere che le *best practice* e la normativa riferita ai settori vigilati sono da sempre anticipatrici di ulteriori interventi legislativi e di *self-regulation* in materia di governo delle società – quotate e non – con particolare riferimento ai profili attinenti alla gestione e ai controlli. In particolare, nel contesto della transizione verso modelli di *business* sostenibili, ricopre un ruolo centrale il sistema finanziario, sia rispetto al variegato ambito della gestione del risparmio, sia per quanto riguarda il settore della concessione del credito. In tale contesto, i settori assicurativo e bancario si trovano esposti a nuovi rischi (e nuove opportunità) in considerazione del fatto che i fattori Esg, tra gli altri, possono incidere sulle *performance* finanziarie delle imprese clienti e sulla loro solvibilità e, conseguentemente, riflettersi anche sugli stessi intermediari finanziari.

Per il sistema bancario e finanziario, la piena integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* è alla base di un modello di crescita sostenibile che pone le basi per un progresso di lungo termine che sia resiliente agli *shock* esterni e interni. Com'è noto, infatti, sin dal maggio 2020 la *European Banking Association* (Eba) ha pubblicato le linee di sviluppo sulla gestione e sul monitoraggio dei crediti (Linee Guida) con un intervento che pone l'attenzione, inter alia, sulle tematiche Esg¹, con lo scopo di rendere gli istituti finanziari sempre più prudenti, avveduti e consapevoli nelle fasi di concessione, gestione e monitoraggio dei crediti.

Le Linee Guida fissano per gli Istituti di Credito una serie di principi cui uniformarsi per la gestione e il controllo del rischio di credito, tenendo a mente non soltanto la struttura economico-finanziaria e patrimoniale delle imprese,

1. Eba - Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, reperibile al link www.eba.europa.eu.

ma avendo riguardo anche ai richiamati fattori ambientali, sociali e gestionali². L'inserimento dei rischi Esg in questa prospettiva costituisce un elemento fortemente innovativo che deve essere evidenziato: in concreto, le politiche sulla sostenibilità impatteranno in modo rilevante sulla concessione del credito, posto che la valutazione del merito creditizio delle imprese sarà sempre maggiormente fondata sul più ampio concetto di sostenibilità aziendale, piuttosto che sul più limitato elemento della continuità aziendale. In tale frangente, l'informativa di sostenibilità costituirà un elemento strategico per l'accesso al credito e ai mercati finanziari: ad esempio, se un'azienda chiede un finanziamento ad un istituto di credito, oltre ai tradizionali criteri di valutazione, quest'ultimo dovrà valutare il progetto per cui il finanziamento è richiesto anche dal punto di vista dei rischi Esg³, avendo quindi necessità di disporre di adeguate informazioni in merito.

La magnitudo e la dimensione del fenomeno Esg sul mercato dei capitali è significativa: fonti autorevoli⁴ riferiscono di un trilione di dollari l'anno dal 2025 al 2030. Sono questi i volumi sui quali scommette il mercato, principalmente, dei green bond legati agli obiettivi per il contrasto al cambiamento climatico: riduzione del 55% delle emissioni di gas a effetto serra, produzione da fonti rinnovabili di oltre il 32% del *mix* energetico, aumento dell'efficienza energetica. Il settore delle emissioni verdi nella seconda metà del 2020 aveva un valore complessivo di 1,347 miliardi di dollari; stando ai dati di *Climate Bond Initiative* (CBI, organizzazione internazionale senza scopo di lucro costituita per mobilitare il mercato obbligazionario globale in chiave sostenibile) di trilioni ce ne vorranno 100 per raggiungere davvero i *target* di decarbonizzazione. La crescita di questo comparto del mercato dei capitali (come di altri prodotti finanziari) è dovuta principalmente a due fattori: *i*) da un lato l'ingresso nel mercato delle obbligazioni green da parte delle grandi imprese dei Paesi emergenti (in particolare Cina ed India) *ii*) dall'altro la crescente attenzione delle istituzioni sovranazionali e nazionali al tema della sostenibilità ambientale, ma anche ai temi sociali e di governance. Naturalmente in questo contesto si è sviluppata, e sta assumendo peso crescente, l'esigenza di poter fare affidamento sui rating Esg – assegnati peraltro da società indipendenti – costruiti sulla base di una metodologia uniforme e condivisa.

Non si deve tuttavia cadere nell'errore di pensare che il tema della sostenibilità rappresenti per il mercato dei capitali una moda o un mero elemento ancillare

2. Le Linee Guida sono entrate in vigore il 30 giugno 2021 per i nuovi finanziamenti e saranno applicabili dal 30 giugno 2022 ai prestiti già esistenti o quelli che richiedono rinegoziazioni o modifiche contrattuali. Mentre, gli Istituti di Credito avranno tempo di adeguare i loro modelli di monitoraggio sino al 30 giugno 2024.

3. Cfr. Linee Guida Eba § 2.5 "Prestiti a microimprese

e piccole imprese" «gli enti dovrebbero valutare l'esposizione del cliente ai fattori Esg, in particolare ai fattori ambientali e all'impatto sul cambiamento climatico, e l'adeguatezza delle strategie di mitigazione, come specificate dal cliente».

4. Cfr, fra gli altri, Angelo Zoppo, "Green Bond Stimano emissioni per un trilione di dollari l'anno entro il 2030", *Milano Finanza*, 27 agosto 2020.

alla logica degli affari. Oggi la sostenibilità ha carattere prioritario per banche, compagnie assicurative, società di risparmio gestito, SIM, fondi di *private equity* e *venture capital*, nonché intermediari e consulenti finanziari in genere, oltre naturalmente alle imprese. Una strategia rivolta alla sostenibilità è infatti in grado di garantire numerosi vantaggi, mentre sottovalutare tali aspetti può esporre a rischi di vario tipo, come il già citato rischio di credito, o quello reputazionale, sempre più incisivo nell'andamento del business. In sostanza la finanza sostenibile non si concentra solo sulla tradizionale analisi economico-finanziaria, ma necessita di un'analisi degli *intangibile asset* che consenta di comprendere modelli di *business* Esg e di considerare la sostenibilità un vantaggio competitivo. Pare inoltre utile osservare che in futuro gli *asset manager* saranno in grado di analizzare con maggior profondità le informazioni non finanziarie e di sviluppare un maggiore *know-how* nella gestione e nell'esame dei fattori Esg, generando allo stesso tempo profitti.

L'impatto dei fattori Esg sulla valutazione d'azienda, con particolare riferimento al metodo del Discounted cash flow (DCF)

I fattori Esg sono essenziali ai fini della sostenibilità e, quindi, della continuità aziendale; la relazione tra creazione (o distruzione) di valore e fattori Esg di un'impresa rappresenta, infatti, un tema oggetto di crescente attenzione, anche in considerazione della circostanza che tali fattori hanno caratteristiche strettamente legate alla materialità aziendale e risultano sempre più rilevanti ed essenziali per la creazione di valore.

Tenuto conto che il valore di un'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi di reddito/cassa prospettici, nonché dalla crescita attesa di tali flussi nel medio-lungo periodo e dai relativi profili di rischio, non vi è dubbio che anche i fattori Esg, in quanto in grado di generare cambiamenti nel business model aziendale e nel contesto competitivo, risultino essi stessi rilevanti ai fini valutativi.

Tuttavia, la relazione tra sostenibilità (e relativi profili Esg) e valore aziendale risulta estremamente complessa da analizzare, *i*) sia a causa della natura multidimensionale e ancora relativamente indeterminata del concetto stesso di sostenibilità, inclusivo di diverse dimensioni e variabili la cui rilevanza può mutare significativamente a seconda del contesto istituzionale, della *value chain* e della filiera di appartenenza nonché delle specifiche caratteristiche aziendali considerate, *ii*) sia perché i tradizionali modelli di valutazione, fondati sul valore attuale dei flussi di reddito/cassa futuri, non possono che considerare in via indiretta l'effetto dei fattori Esg, nella misura in cui questi influenzino gli specifici value driver (c.d. creatori di valore). In merito, il Documento redatto dalla Commissione Governance & Finanza del Cndcec a marzo 2024, "Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa impatto degli Esg con particolare riferimento alle Pmi", pone in risalto come l'impatto atteso dei fattori Esg sui value driver

aziendali non potrà che essere apprezzato in relazione al vantaggio competitivo creato da una specifica strategia aziendale, eventualmente declinata in termini di scenari alternativi che identifichino specifici percorsi strategici in risposta alle differenti possibili evoluzioni dell'ambiente esterno ed interno. Tale apprezzamento, alla fine, potrà tradursi in specifici aggiustamenti di tipo qualitativo ai principali parametri del modello di valutazione, ovvero delle proiezioni dei flussi di reddito e/o finanziari futuri, dei relativi tassi di crescita di lungo termine e/o del costo del capitale e del saggio di attualizzazione.

Le proiezioni dei flussi futuri oltre che risentire delle dinamiche attese dell'ambiente esterno all'azienda, dipendono strettamente dalle specifiche risposte strategiche che l'impresa intende adottare a fronte delle minacce/opportunità future.

Al riguardo, l'azienda potrebbe scegliere di adottare un approccio "proattivo" oppure, all'altro estremo, un approccio "adattivo" o passivo. I due tipi di approccio implicano conseguenze diverse ai fini della valutazione degli investimenti Esg e della stima del valore aziendale.

Nel primo caso, l'azienda intende "innovare" spingendosi oltre il livello minimale di investimenti Esg richiesto dalle istituzioni e dal mercato, progettando dei percorsi strategici specifici, caratterizzati dai correlati investimenti, costi operativi e benefici differenziali futuri, che mirano a minimizzare la propria esposizione ad eventuali rischi negativi e a massimizzare la possibilità di sfruttare al meglio eventuali opportunità generate dalle future modifiche dello scenario competitivo.

Nel secondo caso (approccio "adattivo" o passivo) l'azienda tende a reagire di fronte ai vincoli istituzionali e agli stimoli competitivi in atto e, eventualmente, a quelli previsti nel breve termine, ma sostanzialmente adotta un'ottica di breve termine fondata su cambiamenti via via incrementali del proprio business model.

Resilienza, flessibilità, individuazione tempestiva dei rischi, capacità di rispondere rapidamente ai mutamenti di mercato, innovazione tecnologica: sono tutti driver di rilevante importanza, in grado di creare ed accrescere il valore dell'azienda (per esempio in ottica di una operazione di M&A o di attrazione di nuovi investitori).

Tale prospettiva, che richiede di riconoscere in via anticipata l'esposizione dell'azienda a potenziali discontinuità del contesto competitivo, spiega perché ad un'impresa possa convenire, anche sotto il profilo economico, realizzare investimenti Esg anche a fronte di aspettative di incremento di reddito modeste o totalmente assenti⁵.

5. Tratto con modifiche dal Documento Cndcec - Commissione Governance & Finanza del Cndcec "Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa impatto degli esg con particolare riferimento alle Pmi", Parte II, Cap 9, p. 76.

I fattori Esg come elemento di valutazione

È ormai assodato che le tematiche Esg hanno un impatto rilevante sulle valutazioni delle aziende nell'ambito delle operazioni di M&A e delle connesse attività di *due diligence*; in particolare gli aspetti ambientali, sociali e di governance rappresentano, al contempo, potenziali rischi e opportunità che possono impattare sulla determinazione dei flussi finanziari e del costo del capitale. A ben vedere, il citato percorso degli aggiustamenti qualitativi/soggettivi agli *input* delle formule valutative, pare quindi l'unica strada – allo stato – concretamente percorribile per integrare nel giudizio valutativo aspetti che sostanzialmente dipendono dallo specifico orientamento strategico dell'impresa considerata.

Le proiezioni dei flussi attesi nel medio-lungo termine, infatti, oltre che risentire delle dinamiche attese del contesto esterno

all'azienda, dipendono strettamente dalle specifiche risposte strategiche che l'azienda intende adottare a fronte delle minacce/opportunità future.

Considerando i flussi *di cassa in una configurazione asset side*, e quindi, assumendo quale grandezza di riferimento il *Free Cash Flow to Firm* (Fcff) ovvero il flusso di cassa complessivo a servizio del debito e degli azionisti, i drivers che impattano sulla definizione del valore aziendale sono essenzialmente quattro⁶:

- › crescita, misurata generalmente in termini di ricavi, che può derivare dall'ingresso in nuovi mercati, dall'espansione del mercato esistente o dal consolidamento della posizione aziendale sul mercato (mediante incremento della market share);
- › marginalità, intesa nel modello di riferimento come operating profit margin, ovvero come reddito operativo, senza considerare l'impatto della leva finanziaria;
- › efficienza negli investimenti, che misura il tasso di ritorno in termini di ricavi degli investimenti effettuati (ivi comprendendo tanto le CAPEX, nella loro accezione tradizionale, che le spese "pluriennali" in ricerca e sviluppo e acquisizioni): un'azienda maggiormente efficiente sarà in grado di creare un maggior valore aggiunto per ogni euro di investimento;
- › rischio, inteso di norma nella duplice accezione di: i) rischio "operativo" che riflette l'incertezza legata alla produzione futura di ricavi e redditi operativi in un'ottica di going concern e che è generalmente incorporato nel costo del capitale (maggiore è il rischio, maggiore risulterà il costo del capitale e pertanto minore sarà il valore aziendale) ii) rischio "di default", inteso come possibilità di perdita della continuità aziendale.

6. Cornell, B., Damodaran, A. (2020). "Valuing Esg: Doing Good or Sounding Good? The Journal of Impact and EsgInvesting", 1(1), 76-93. <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.076>.

I fattori Esg presentano dirette correlazioni con le variabili descritte e risultano quindi incorporati nella definizione del valore aziendale. In particolare, un solido profilo Esg-*compliant* può agevolare l'ingresso in nuovi mercati e la crescita dell'azienda in quelli già esistenti, con conseguente impatto positivo sui flussi di ricavi, posto che, ad esempio: *i*) l'accesso a talune filiere può essere subordinato al rispetto di precisi parametri di sostenibilità; *ii*) i KPI di sostenibilità possono essere oggetto di valutazione nell'ambito dell'aggiudicazione di gare ed appalti pubblici e privati; *iii*) specialmente in alcuni settori, le preferenze dei consumatori possono essere influenzate da fattori di sostenibilità (quali ad esempio, la tutela dell'ambiente, la prevenzione dello sfruttamento e del lavoro nero).

L'implementazione di efficaci politiche Esg può inoltre determinare un miglioramento della marginalità attraverso, ad esempio *i*) lo sviluppo di politiche energetiche *green* che può portare ad un abbattimento significativo del costo dell'energia; *ii*) la riduzione degli sprechi e l'adozione di politiche di economia circolare (attraverso il rafforzamento di politiche di manutenzione preventiva, razionalizzazione delle modalità di gestione del magazzino, riciclaggio degli scarti e/o delle emissioni derivanti dalla produzione); *iii*) migliore produttività del personale, conseguente alla promozione di iniziative di incentivazione e di welfare, oltre che migliore capacità di attrarre e ritenere personale qualificato.

Una strategia di sostenibilità incentrata sui temi Esg può inoltre portare alla realizzazione di investimenti sostenibili atti a produrre valore nel lungo termine, attraverso un impatto diretto sulla marginalità e sul rafforzamento della competitività e della stabilità dell'azienda sul mercato, pur producendo un drenaggio di cassa nel breve/medio termine. Si pensi agli investimenti in fonti di energia rinnovabili, agli impianti di produzione eco-sostenibili, ai sistemi di gestione e riciclo delle acque reflue o dei rifiuti di produzione o, ancora, al rinnovamento del parco mezzi aziendali con veicoli a ridotto impatto ambientale⁷.

I fattori Esg impattano peraltro sulla definizione del tasso di rischio, tanto sistematico (ovvero di mercato o di settore) quanto specifico (vale a dire riferibile alla singola entità) producendo riflesso sul costo ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC).

In linea generale, i fattori Esg sono portatori di rischi che possono influenzare il raggiungimento degli obiettivi del Piano d'impresa e che devono trovare adeguato presidio, attraverso l'implementazione di idonee politiche di governance e di *risk management*.

7. Witold Henisz, Tim Koller, and Robin Nuttall Mc. Kinsey Quarterly, "Five ways that Esg creates value", November 2019, reperibile al link: <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20Esg%20creates%20value/Five-ways-that-Esg-creates-value.ashx>.

Si pensi ad esempio ai rischi di transizione relativi al climate change: se l'impresa *target* non valuta attentamente il comportamento dei clienti e non tiene in considerazione l'accresciuta sensibilità ambientale, rischia di perdere quote di mercato e addirittura la continuità aziendale nel medio/lungo.

Conclusioni

Quindi, un adeguato presidio dei temi di sostenibilità (e dei correlati rischi) può portare a una riduzione del rischio operativo (connesso alla produzione dei flussi di cassa) e del rischio di *default* (inteso come rischio di perdita della continuità aziendale) con conseguente abbattimento del costo del capitale.

Analogamente, una minore esposizione ai rischi Esg (attraverso un miglior presidio strategico degli stessi) può determinare una contrazione del costo del debito⁸; come illustrato nel precedente paragrafo, anche a seguito delle recenti modifiche normative e regolamentari in materia⁹, il sistema bancario ha infatti iniziato a incorporare strutturalmente nelle istruttorie per la determinazione del merito creditizio l'analisi del grado di compliance Esg, con relativo impatto nella definizione dei tassi.

Pubblicato online il 24 giugno 2024

Gli autori di questo articolo

PAOLO VERNERO

Dottore commercialista,
Founder di Venero & Partners
Tax-Legal.

Professore a Contratto
presso il Dipartimento di
Management di UNITO.

Consigliere dell'ODCEC
di Torino. Presidente della
Commissione Governance e
finanza del Consiglio Nazionale
dei Commercialisti (Cndcec),
area sostenibilità.

FEDERICO CATTAROSSO

Dottore commercialista,
Socio di Venero & Partners
Tax-Legal. Presidente Probitari
Unione Giovani Dottori
Commercialisti di Torino.

8. Uno studio effettuato da Morgan Stanley Capital International (MSCI) (<https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>) riferito al periodo 2015 - 2019 ha evidenziato che le imprese in possesso di un elevato scoring Esg beneficiano in linea generale di un minor costo del capitale e di un minor costo del debito rispetto alle aziende con rating Esg inferiori.

9. In via esemplificativa: *EU Taxonomy Regulation* (Tassonomia UE in ambito ambientale), *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CsrD), *Corporate Sustainability Due-Diligence Directive* (Csddd), principi di rendicontazione Esg (Esrs, emanati da Efrag, inclusi quelli per Pmi ovvero Lsme e Vsme), Linee Guida Eba, cit, ecc.