



I RISCHI ESG NELL'AMBITO DELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Dr. Stefano Vitagliano

Vice Presidente UGDCEC di Torino

Gruppo di Lavoro «Valutazione d'azienda» ODCEC di Torino

i Webinar

by Directio

WEBINAR > I RISCHI ESG NELL'AMBITO DELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA

A cura dell'ODCEC di Torino

27 SETTEMBRE 2023

- 1. UN CAMBIO DI PARADIGMA**
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. I MACRO-FATTORI ESG
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
7. UN'ANALISI CRITICA
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA

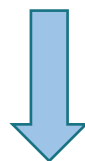


- Nuova direzione della valutazione d'azienda volta a soddisfare le esigenze di tutti gli attori direttamente ed indirettamente coinvolti;
- Lo **stakeholder approach** rappresenta una fase di svolta determinando il superamento della tradizionale visione di tipo imprenditoriale orientata al **profitto**, ai **flussi di cassa** ed ai **dividendi**;
- Abbandono della tendenza alla **massimizzazione del profitto** a discapito delle tematiche di **responsabilità sociale**;
- La crescente sensibilità alla **responsabilità sociale** ha prodotto una ridefinizione degli obiettivi d'impresa spostando il concetto di valore d'impresa dalla concezione di **Shareholder Value Approach** a quella di **Stakeholder Approach**;

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA

ELEMENTI DETERMINANTI PER LO SVILUPPO DELLA RESPONSABILITA' SOCIALE

1. **Trasformazioni** nei sistemi economici;
2. Influenza dei criteri **sociali** ed **ambientali** sulle scelte dei consumatori;
3. Maggiori informazioni obbligatorie rese pubbliche dalle aziende in relazione alle performance finanziarie e non (**Direttiva 95/2014**);
4. Interesse crescente circa **la qualità della vita**, la **sicurezza** e la **salute** degli *stakeholders*;
5. Focus sulla **tutela del patrimonio ambientale**.



Crescente coinvolgimento rivolto alla **Sustainability** misurata attraverso l'indicatore ESG, inteso quale variabile di sviluppo dell'impresa e, di conseguenza, come **parametro da considerare** per la determinazione del valore intrinseco dell'impresa.

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA

SCORE ESG COME MISURA PER APPREZZARE LA PERFORMANCE GLOBALE DI SUSTAINABILITY DI UN'AZIENDA

1. **PERFORMANCE AMBIENTALE:** sforzo dell'azienda per ridurre il consumo di risorse e le emissioni;
2. **PERFORMANCE SOCIALE:** rispetto dei diritti umani, qualità dell'occupazione, responsabilità del prodotto e relazioni con la comunità;
3. **PERFORMANCE DI CORPORATE GOVERNANCE:** diritti e responsabilità della gestione di un'azienda.



Nella definizione del concetto di *Corporate Social Responsibility* e *Sustainability* è essenziale utilizzare informazioni standardizzate e uniformemente comparabili tra le diverse aziende.

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
- 2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA**
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. I MACRO-FATTORI ESG
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
7. UN'ANALISI CRITICA
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA

L'adozione da parte di un'impresa di comportamenti con un impatto positivo sull'ambiente, sui rapporti sociali e sulla *governance* aziendale è ormai considerata dalla letteratura finanziaria un elemento importante per la **generazione di valore sostenibile** nel lungo termine.

Sono ormai numerosi i **contributi accademici** che individuano le motivazioni di questa correlazione.

La slide che segue riassume brevemente le principali **evidenze empiriche** che la letteratura accademica ha validato rispetto all'impatto positivo che una efficace rendicontazione non finanziaria può portare ad un'impresa, con l'effetto di generare rendimenti differenziali positivi per gli investitori. Essi vanno dalla riduzione del **costo del capitale** alla migliore **attrattività per investitori e manager**, dalla riduzione del **rischio alla reputazione**, dall'efficienza sui **costi operativi** alla riduzione delle **asimmetrie informative**.

2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA

LA RELAZIONE FRA *DISCLOSURE* DEI DATI ESG E VALORE D'IMPRESA

Maggiore attrattività per gli investitori



Healy e Palepu (2001) – Hammel e Schlick (2016)

Maggiore attenzione degli analisti finanziari



Dhaliwal et al. (2011) – Ioannou e Serafeim (2015)

Riduzione del costo del capitale (equity)



El Ghouli et al. (2011) – Sassen et al. Schlick (2016)

Riduzione del costo del debito



Goss e Roberts (2011)

Maggiore attrattività per risorse umane



McKinsey (2019)

Riduzione del rischio operativo



Fatemi e Fooladi (2013)

Migliore reputazione verso gli stakeholders



Branco e Rodrigues (2006)

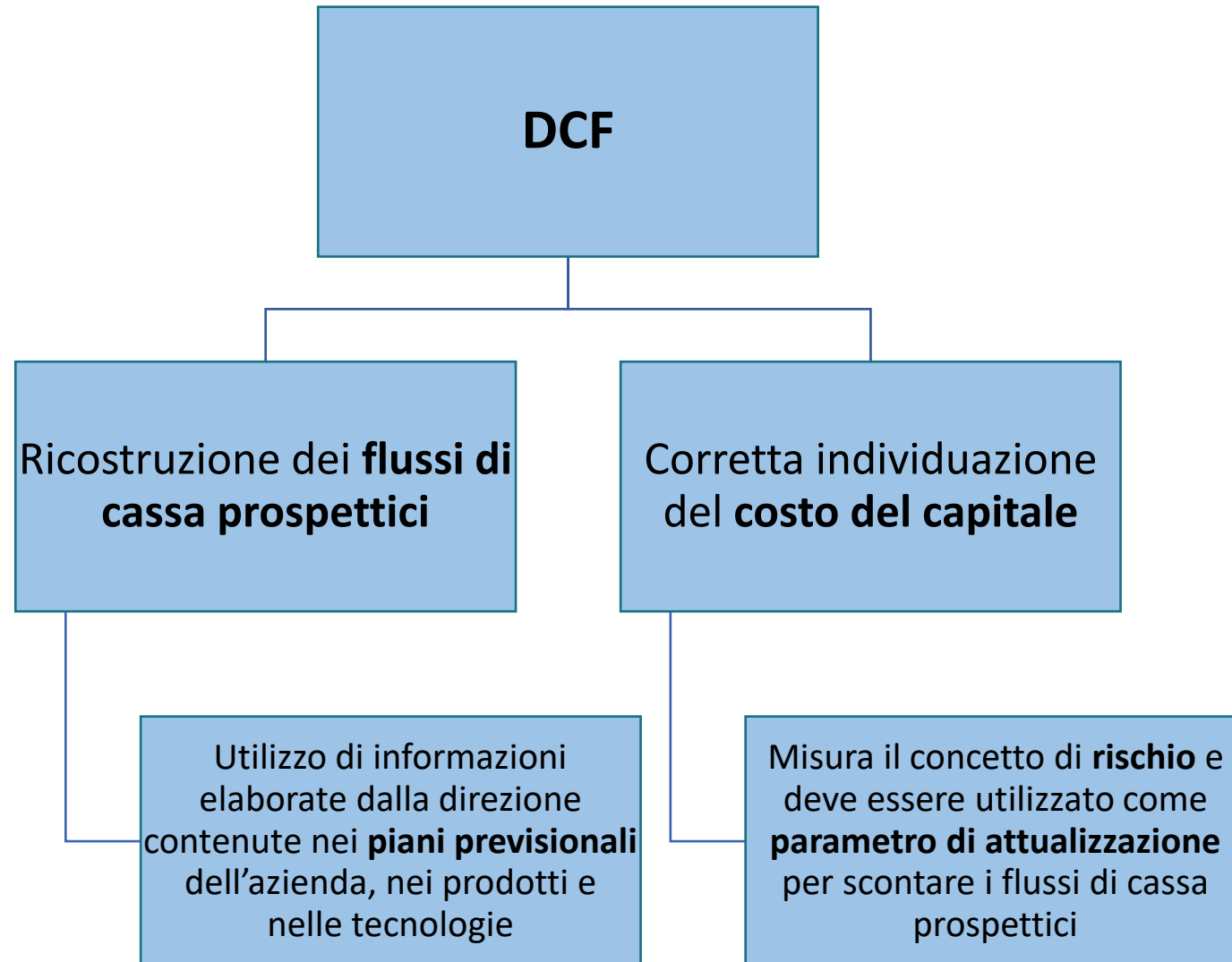
1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
- 3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA**
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. I MACRO-FATTORI ESG
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
7. UN'ANALISI CRITICA
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA



- La prassi professionale ha spesso determinato il valore delle aziende in funzione di parametri in larga parte fondati sui prezzi registrati dai titoli di altre aziende «**comparabili**»;
- I **moltiplicatori** non possiedono caratteristiche tali da essere utilizzati in modo indiscriminato per ottenere il valore corrente del capitale economico di un'impresa;
- Solamente i criteri basati sull'analisi dei **fondamentali** e delle **prospettive**, di scenario, settoriali, aziendali e di *corporate governance*, possono correttamente condurre al pieno apprezzamento del **valore corrente del capitale economico**;
- Su queste basi si è data una valenza crescente alla tecnica valutativa basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa, conosciuta come **Discounted Cash Flow**, nella determinazione del valore delle imprese.

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE



1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
- 4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE**
5. I MACRO-FATTORI ESG
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
7. UN'ANALISI CRITICA
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE

Il metodo del **Discounted Cash Flow (DCF)** è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore. Secondo la prassi prevalente, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- i. **il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale** (Weighted Average Cost of Capital o WACC), determinando il cosiddetto **Enterprise Value**; in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;
- ii. **la posizione finanziaria netta**, espressa a valori di mercato;
- iii. **il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica** o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (**surplus assets**).

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f - D - M + SA$$

dove:

E = valore di mercato del patrimonio netto;

OFCF_t = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

V_f = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi;

D = posizione finanziaria netta;

M = minorities (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

SA = surplus assets.

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE

Il costo medio ponderato del capitale è espresso come segue:

$$WACC = K_d \times (1-T) \times \frac{D}{D+E} + K_e \times \frac{E}{D+E}$$

dove:

$K_d \times (1-T)$ = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;

K_e = costo del capitale proprio;

D = peso attribuito ai mezzi di terzi nella struttura finanziaria target;

E = peso attribuito al capitale proprio nella struttura finanziaria target .

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE

In particolare:

$$K_e = R_f + \text{beta} \times (R_m - R_f)$$

dove:

Rf = tasso di rendimento risk free;

beta = coefficiente di volatilità;

(Rm - Rf) = premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE

Il valore finale (V_f) è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione.

Il valore finale viene in genere calcolato secondo due approcci, ciascuno dei quali conta numerose formule di calcolo (di cui si segnalano quelle maggiormente utilizzate):

- Il primo calcola tale valore **attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione esplicita), incrementato di un tasso di crescita perpetua "g"**. Il valore ottenuto viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione:

$$V_f = \frac{\frac{OFCF_n \times (1+g)}{WACC-g}}{(1+WACC)^n}$$

- Il secondo **consiste nel moltiplicare una quantità economica (fatturato, cash flow, EBITDA, EBIT, ecc.), prevista per l'anno n-esimo, per un valore derivante dal confronto con il mercato**, replicando la logica sottostante al metodo dei multipli di mercato. Come nel caso precedente, il valore ottenuto deve essere attualizzato alla data di riferimento della stima.

4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE

- **La posizione finanziaria netta (D) è calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio facilmente liquidabili.** Laddove possibile (per esempio in caso di obbligazioni quotate), i debiti dovrebbero essere espressi a valori di mercato. Vanno aggiunti ai debiti finanziari anche eventuali debiti operativi scaduti.
- **I surplus assets (SA) comprendono il valore complessivo di eventuali attività che la società detiene, ma che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi e che pertanto occorre considerare separatamente al valore corrente di mercato.**

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. **I MACRO-FATTORI ESG**
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
7. UN'ANALISI CRITICA
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

5. I MACRO-FATTORI ESG

ENVIROMENTAL

- Biodiversità;
- Emissioni di carbonio;
- Rischi del cambiamento climatico;
- Uso dell'energia;
- Approvvigionamento di materie prime;
- Rischi normativi e legali;
- Rifiuti e riciclaggio;
- Gestione delle acque;
- Eventi metereologici

SOCIAL

- Relazioni con la comunità;
- Affari controversi;
- Relazioni con i clienti;
- Questioni relative alla diversità;
- Relazioni con i dipendenti;
- Salute e sicurezza;
- Gestione del capitale umano;
- Diritti umani;
- Responsabile marketing, Ricerca e Sviluppo;
- Relazioni sindacali

GOVERNANCE

- Responsabilità;
- Misure anti-acquisizione;
- Struttura e dimensioni;
- Corruzione;
- Dualità CEO;
- Sistemi di retribuzione dei dirigenti;
- Struttura proprietaria;
- Diritti degli azionisti;
- Trasparenza;
- Procedure di voto

6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF

L'adozione di una strategia aziendale *ESG-compliant* non cambia la procedura di valutazione secondo il metodo del DCF ma può influenzarne le sue variabili

FLUSSI DI CASSA

- Bilanciamento delle variabili ESG o focalizzazione su alcune di esse;
- **Investimenti** finalizzati ad implementare politiche di sostenibilità;
- **ROI** derivante dagli investimenti in politiche ESG;
- **Competitività** dell'impresa sul mercato in funzione dell'implementazione di politiche ESG-compliant.

Si tratta di fattori specifici in funzione della singola realtà imprenditoriale o, al limite, del medesimo settore industriale. Non possono essere rilevati in termini generali.

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. I MACRO-FATTORI ESG
- 6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF**
7. UN'ANALISI CRITICA
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF

L'adozione di una strategia aziendale *ESG-compliant* non cambia la procedura di valutazione secondo il metodo del DCF ma può influenzarne le sue variabili

**COSTO DEL CAPITALE
(WACC)**

- Rating ESG;
- Ampliamento del mercato di riferimento;
- Impatto sul coefficiente Beta;
- Soddisfacimento degli interessi di *stakeholder* non interessati esclusivamente alle performance economico-finanziarie;
- Remunerazione intangibile, reputazionale e di credibilità nello svolgimento dell'attività aziendale secondo una **prospettiva di sostenibilità**.

Si tratta di fattori specifici in funzione della singola realtà imprenditoriale o, al limite, del medesimo settore industriale. Non possono essere rilevati in termini generali.

6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF

L'adozione di una strategia aziendale *ESG-compliant* non cambia la procedura di valutazione secondo il metodo del DCF ma può influenzarne le sue variabili

VALORE FINALE

Nell'analisi dello scenario di mercato prospettico, quale componente del valore terminale, l'adozione di politiche *ESG-compliant* e le conseguenti *performance* ESG ottenute dall'impresa possono essere considerate un *premium* nell'ambito del processo valutativo.

6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF

L'adozione di una strategia aziendale *ESG-compliant* non cambia la procedura di valutazione secondo il metodo del DCF ma può influenzarne le sue variabili

- Le variabili utilizzate nella valutazione d'azienda secondo il metodo del Discounted Cash Flow possono essere **influenzate** e subire delle **variazioni** in funzione delle politiche ESG adottate dall'impresa;
- L'impatto delle politiche ESG sul valore economico dell'impresa è fortemente variabile in funzione della **specificità realtà produttiva**, è più complesso elaborare una teoria generale;
- Il processo valutativo deve porre particolare enfasi sull'analisi del modello di **business prospettico** della realtà oggetti di valutazione e sulle conseguenze che questo processo potrà avere nell'arena competitiva di riferimento della singola impresa;
- Assume una grande importanza la percezione della strategia aziendale in merito all'adozione di politiche ESG tra gli **stakeholders** dell'impresa.

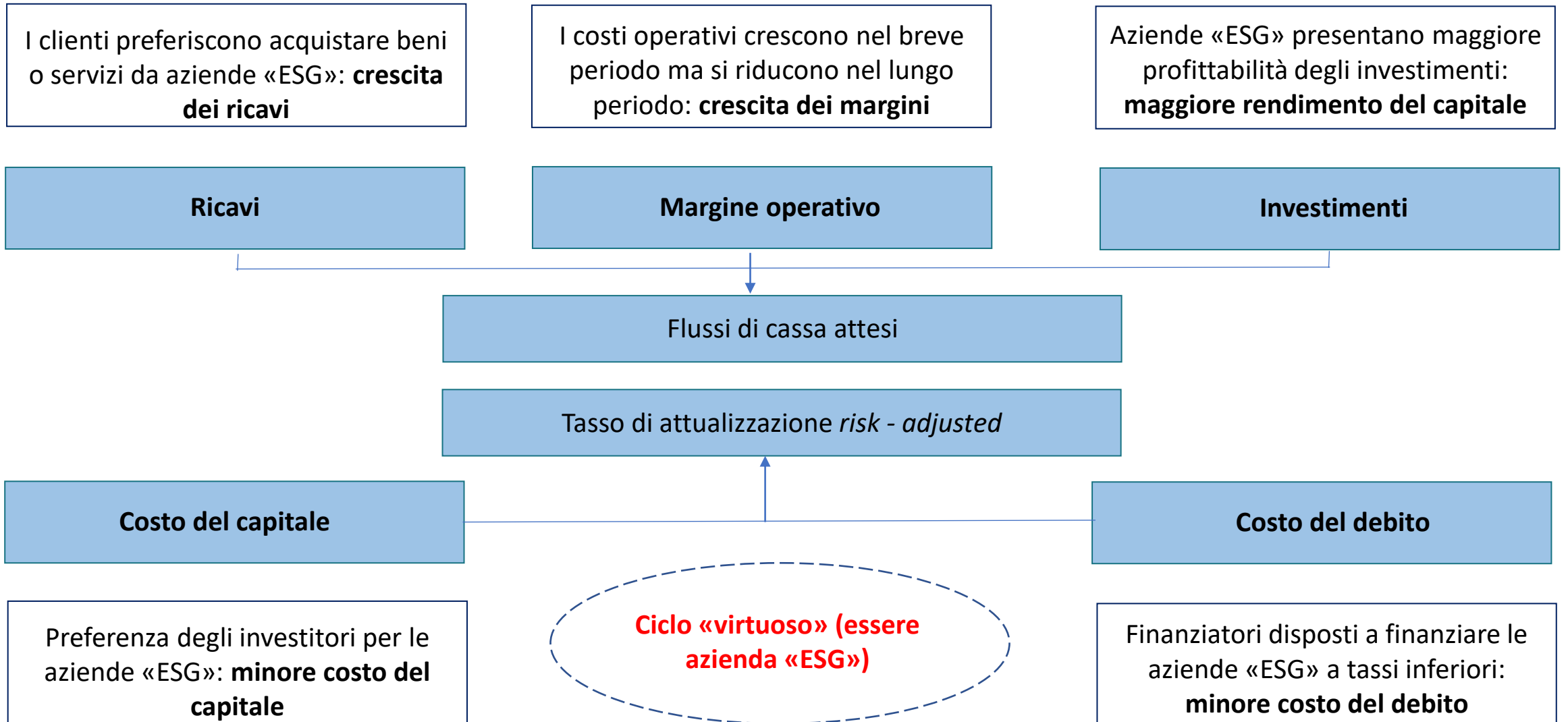
1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. I MACRO-FATTORI ESG
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
- 7. UN'ANALISI CRITICA**
8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

7. UN'ANALISI CRITICA

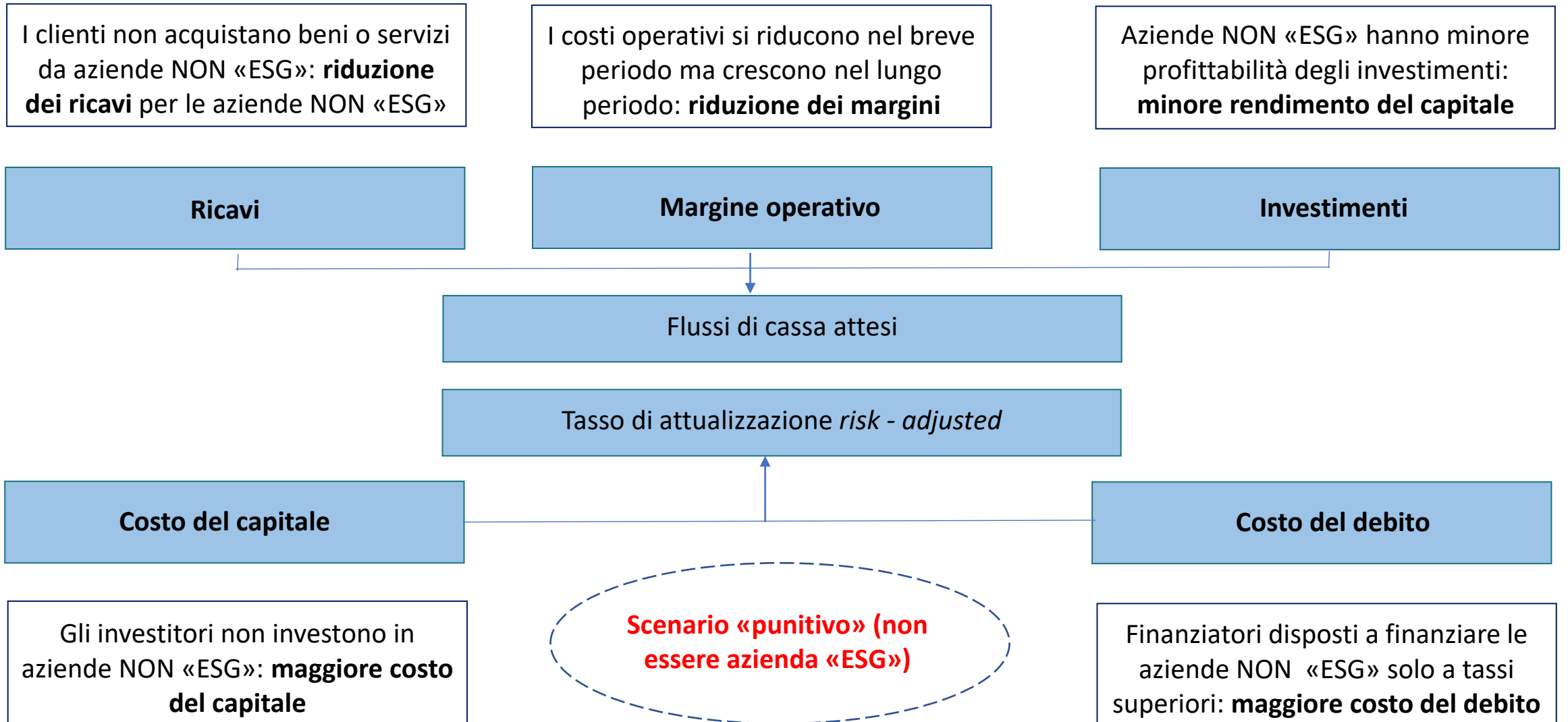
Le slides che seguono riprendono il contenuto del paper di **Aswath Damodaran** intitolato «**Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?**» che propone i tre seguenti scenari alternativi riguardanti l'effetto delle grandezze ESG sul metodo di valutazione Discounted Cash Flow (DCF):

- **Circolo virtuoso: benefici in termini di flussi di cassa e tasso di attualizzazione** associati ad una adeguata disclosure e adesione alle grandezze ESG («**perché è preferibile essere ESG**»)
- **Scenario punitivo: in che modo il mercato «punisce» in termini di flussi di cassa e tasso di attualizzazione le aziende senza adeguata disclosure e adesione alle grandezze ESG** («**perché è preferibile essere ESG**»)
- **Scenario distopico: benefici in termini di flussi di cassa e tasso di attualizzazione associati all'assenza di disclosure e di adesione alle grandezze ESG** («**perché è preferibile NON essere ESG**»)

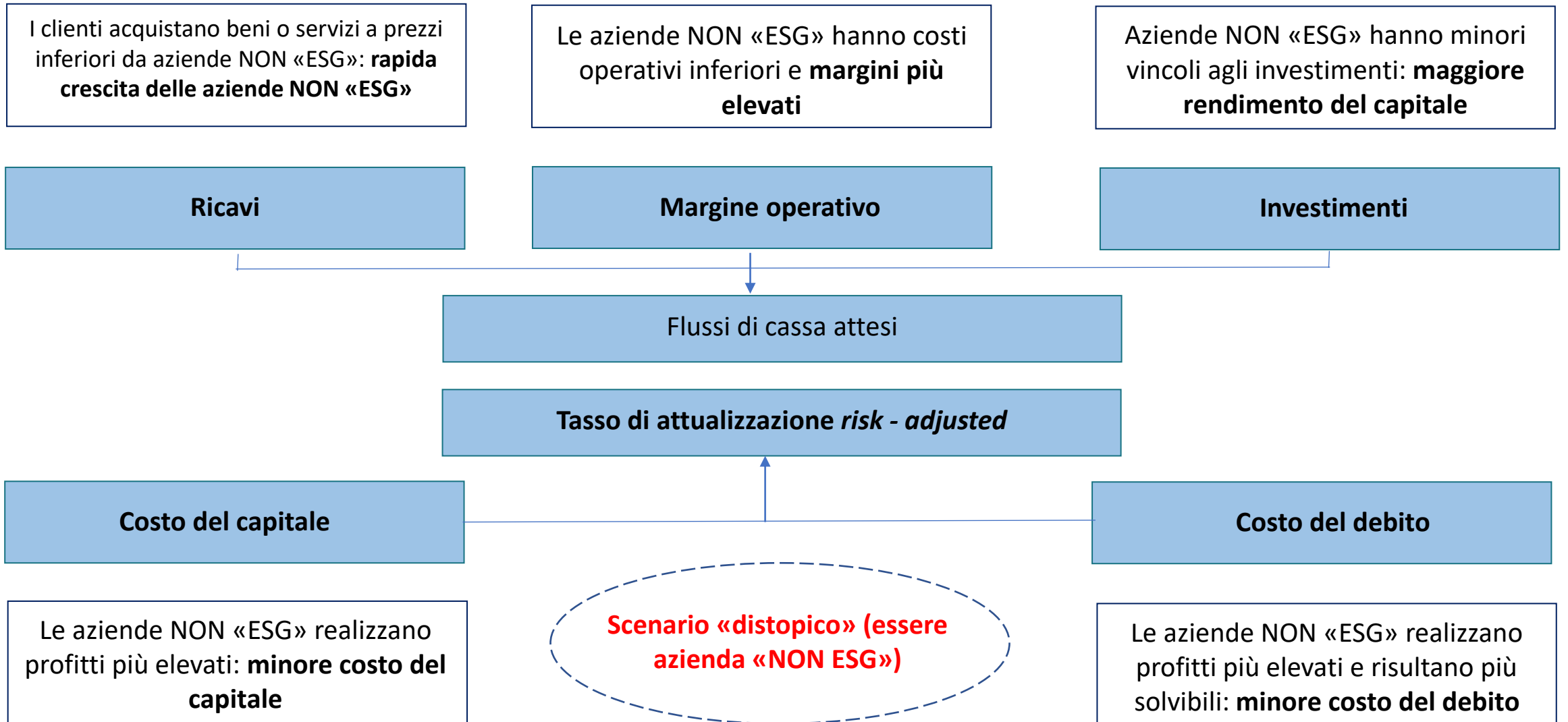
7. UN'ANALISI CRITICA



7. UN'ANALISI CRITICA



7. UN'ANALISI CRITICA



7. UN'ANALISI CRITICA

Altra autorevole dottrina aziendalistica, all'esito di un'analisi critica circa l'implementazione di politiche ESG, ha formulato le seguenti conclusioni

- Come le politiche ESG possano influenzare le performance aziendali, il fattore di rischio ed il costo del capitale, appare ancora largamente incerto;
- Molti degli studi condotti presentano problemi metodologici o non rivelano dettagli circa l'approccio tecnico seguito;
- Il riscontro empirico circa l'impatto delle politiche ESG è influenzato, oltre che dai limiti metodologici, dalla diversità e dall'ambiguità degli indicatori ESG nonché dalla loro evoluzione dinamica;
- in conclusione si può affermare come non si possa negare una correlazione tra l'adozione di politiche ESG ed il valore economico dell'impresa, tuttavia tale correlazione deve essere indagata con specifico riferimento ad ogni singola realtà oggetto di valutazione. In tal senso l'adozione di politiche ESG compliant rappresenta una delle tante strategie che l'impresa può adottare,

1. UN CAMBIO DI PARADIGMA
2. LA DOTTRINA AZIENDALISTICA
3. LA VALUTAZIONE DELL'AZIENDA
4. IL DCF COME METODO PIU' ATTENDIBILE
5. I MACRO-FATTORI ESG
6. L'IMPATTO DEI FATTORI ESG SUL METODO DEL DCF
7. UN'ANALISI CRITICA
- 8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE**

8. LA REVISIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

L'International Valuation Standard Council (IVSC) ha lanciato, dal 28.04.2023 al 28.07.2023, la pubblica consultazione di due documenti contenenti una nuova versione dei principi di valutazione

Tra le variazioni proposte si legge:

- **Aggiornamento degli elementi minimali da considerare ed inserire nella relazione di stima, includendo i fattori ESG** (Environmental, Social and Governance).

Nel corso della presentazione delle proposte formulate è stata evidenziata l'importanza, fra gli altri, attribuita dai vari stakeholders ai **fattori ESG** nell'apprezzamento del valore dell'impresa.

Nell'ambito della revisione dei principi, scopo dell'IVSC, è quello di introdurre i fattori ESG nel corpus dei principi quali **nuovi driver valutativi**.

Ci si aspetta, pertanto, che a seguito della definitiva revisione dei principi internazionali di valutazione, i fattori ESG possano essere anche recepiti nei **PIV** nazionali.

GRAZIE !