Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
Verona

dott. Martino Zamboni

La misurazione del valore aziendale e i fattori ESG

15 novembre 2024

Martino Zamboni
zamboni@valebo.it

- Dottore commercialista e revisore legale.
- Dottore di ricerca in diritto ed economia dell'impresa – Discipline interne ed internazionali presso la facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Verona
- Consigliere di gestione dell'Organismo Italiano di Valutazione (OIV)
- Docente a contratto di Valutazione d'azienda presso l'Università di Verona
- Componente commissione nazionale «Valutazioni d'azienda» del CNDCEC
- Componente gruppo di studio «Valutazione d'azienda» della Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale - SIDREA
- Presidente commissione di studio «Valutazione d'azienda» ODCEC Verona
- Partner VALEBO Valuation Advisory

ESG e valore aziendale
Premesse

- Cos'è una **valutazione?**

OIV
Organismo Italiano di Valutazione

PIV I.1.1
La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico

- ✓ è una **stima** riferita ad una **specifica attività** e ad una **specifica data**, tenuto conto della **specifica finalità** e della specifica configurazione di valore
- ✓ Trattandosi di una stima, il valore è sempre una **quantità approssimata** e non esatta
- ✓ Data la **natura prospettica**, quando oggetto di stima è anche il valore di mercato può differire dal prezzo che successivamente si forma sul mercato per lo stesso bene
- ✓ per essere credibile deve essere svolta da un **soggetto competente ed imparziale** nel rispetto di un **codice etico**, di **principi di valutazione** e con **tempi e risorse adeguati**

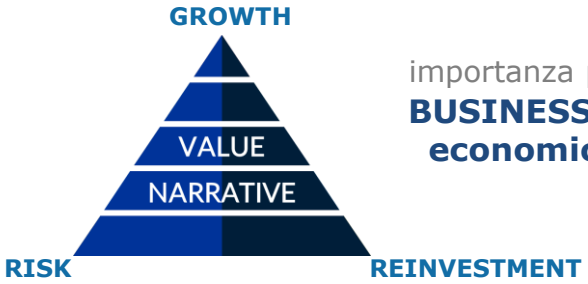
ESG e valore aziendale
Premesse

- Cos'è il **valore aziendale?**

✓ il risultato di un **PERCORSO PERSONALIZZATO di conoscenza dell'impresa**, condotto anche mediante un'«**ANALISI FONDAMENTALE**»:

✓ percorso che conduce ad una **SINTESI ragionata** di:

"NARRATIVA"
possibile, plausibile, probabile



importanza per il VALORE del **BUSINESS PLAN / Piano economico finanziario**

"NUMERI"

la "NARRATIVA" va convertita in:

- **VALUE DRIVERS** *da connettere alla stima*
- **FATTORI DI RISCHIO** *da gestire nella valutazione*

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili Verona

ESG e valore aziendale
Premesse

Nella fase attuale dottrina e prassi stanno ancora cercando di capire **come includere i fattori ESG nella valutazione delle imprese**

È certo che:

1. le istanze ESG impattano sulla dinamica finanziaria
2. l'impatto ESG può essere misurato (quasi sempre)
3. i dati ESG diverranno sempre più affidabili e standardizzati

- **i fattori ESG sono già parte di ogni valutazione d'azienda**
- le **strategie ESG** ci impongono un'analisi dettagliata nella stima del valore a lungo termine

ESG e valore aziendale

Premesse

- Come approcciare i **fattori ESG nelle valutazioni?**

AMPLIARE LE CONOSCENZE E COMPETENZE SULLE TEMATICHE ESG

- Approfondire i temi ESG
- Mantenersi aggiornati tramite corsi e pubblicazioni
- Approfondire le proprie conoscenze sugli impatti ESG nelle strategie aziendali, anche tramite scambi di esperienze con esperti di sostenibilità

CONSIDERARE I PROFILI ESG NELLE ANALISI AZIENDALI

- Includere nell'analisi consuete le tematiche ESG (ESG due diligence)
- Svolgere analisi di materialità sugli impatti dei fattori ESG nell'azienda
- Confrontare la performance ESG dell'impresa con quella di società comparabili
- Confermare tramite fonti esterne la condizione ESG dell'azienda (rating ESG…)
- Conoscere le azioni ESG intraprese dai concorrenti

INCLUDERE I FATTORI ESG NELLE VALUTAZIONI AZIENDALI

COME?

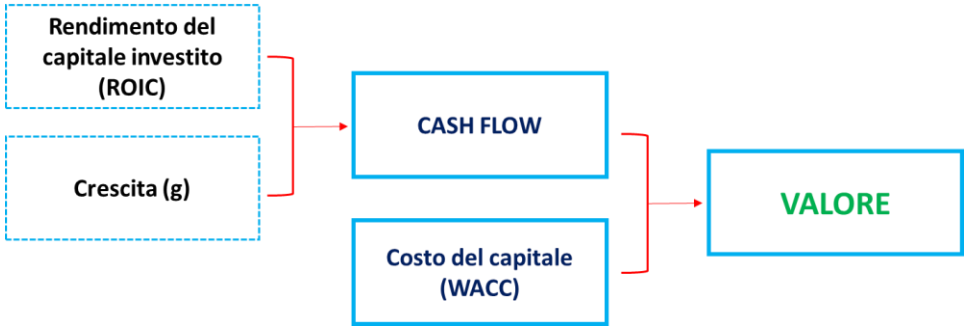
IVS 104 Data and Inputs related to Environmental, Social and Governance factors. Appendix

*The valuer **must** be aware of relevant legislation and frameworks in relation to the environmental, social and governance factors impacting a valuation*

L'impatto degli ESG sulle valutazioni aziendali
Il quadro concettuale

- La **relazione ESG – valore** è complessa
  - ✓ il modo in cui le **strategie ESG** influenzano le *performance*, il rischio e il costo del capitale dell'azienda non è (ancora) univocamente chiaro
  - ✓ molti studi in materia evidenziano carenze metodologiche o non rivelano sufficienti dettagli sull'approccio tecnico utilizzato
  - ✓ l'evidenza empirica soffre anche della diversità e/o ambiguità degli indicatori ESG e della loro evoluzione
- Da questo non si può peraltro desumere l'inesistenza di una **relazione tra strategia ESG e valore** : piuttosto va ricercata a **livello di singola azienda**
- In un certo senso, **i criteri ESG sono un fattore strategico come altri**
- E' necessario focalizzare l'attenzione sui **driver di valore** «influenzati» dai Fattori ESG:

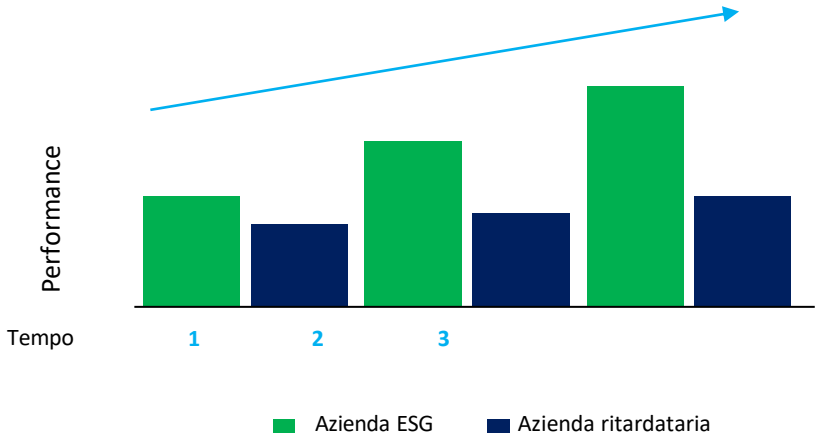
Un'azienda crea valore investendo capitale per generare futuri flussi di cassa
ad un **tasso di rendimento dell'investimento MAGGIORE del costo del capitale**



L’impatto degli ESG sulle valutazioni aziendali
Il quadro concettuale

Impatto atteso su **Flussi** e **Redditività**:

- Le aziende ESG sembrano mostrare una **migliore performance operativa** rispetto alle «aziende ritardatarie»
- Le migliori performance possono derivare da:
  - ✓ bilanciamento di tutti i profili ESG o la focalizzazione solo su uno specifico
  - ✓ maggior rendimento degli investimenti orientati a criteri ESG
  - ✓ condotta competitiva e durata dei benefici → **TERMINAL VALUE**



Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
Verona

L'impatto degli ESG sulle valutazioni aziendali
Il quadro concettuale

- ESEMPIO:
  McKinsey in una ricerca 2019 individua 5 possibili modalità di impatto degli ESG sui flussi di cassa:

1 – CRESCITA DEI RICAVI

- ✓ Aiuto nell'espansione in mercati esistenti e nuovi
- ✓ Guida nelle preferenze dei consumatori: sono disposti a pagare un supplemento del 5% a parità di prestazioni

2 – RIDUZIONE DEI COSTI OPERATIVI

- ✓ Aiuto nel contrastare l'aumento dei costi operativi
- ✓ In tutti i settori sono state identificate imprese che hanno ottenuto risultati particolarmente positivi adottando strategie ESG

3 – RIDUZIONE DEGLI INTERVENTI NORMATIVI E LEGALI

- ✓ Consentire maggiore libertà strategica, allentando la pressione normativa
- ✓ In tutti i settori e le aree geografiche la forza dell'ESG può ridurre il rischio di azioni governative avverse
- ✓ Può generare sostegno da parte delle istituzioni

4 – AUMENTO PRODUTTIVITA' DIPENDENTI

- ✓ Può aiutare ad attrarre e trattenere dipendenti di qualità, aumentare la loro motivazione
- ✓ Può dare un senso di scopo e aumentare la produttività in generale

5 – OTTIMIZZAZIONE INVESTIMENTI E SPESE IN CONTO CAPITALE

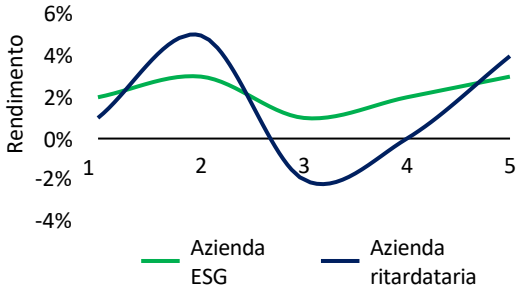
- ✓ Può aumentare i rendimenti allocando il capitale verso opportunità più promettenti
- ✓ Sebbene gli investimenti necessari siano spesso sostanziali, aspettare può essere un'opzione più costosa

FONTE: *Five ways that ESG creates value – McKinsey Quarterly – Novembre 2019*

L'impatto degli ESG sulle valutazioni aziendali
Il quadro concettuale

Impatto atteso sul **Rischio**:

- Le aziende ESG sembrano mostrare una **minore volatilità dei flussi di cassa** e un **costo del capitale inferiore** rispetto alle «aziende ritardatarie»



- L'impatto sul **costo del capitale** può derivare da:
  - ✓ maggior rating ESG e minor costo del debito
  - ✓ conseguenti effetti sulla leva finanziaria
  - ✓ modifica del rendimento di mercato
  - ✓ modifica del beta

company specific

Impatto atteso sul **Tasso di crescita**:

- Le aziende ESG potrebbero avere **maggiore tasso di crescita atteso** nel valore terminale

Impatto atteso sui **mercati finanziari**:

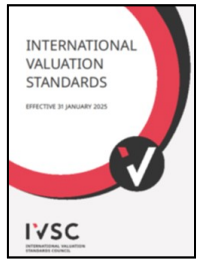
- La **migliore reputazione** può favorire l'incremento del valore azionario e conseguentemente dei multipli di mercato

ESG e valore aziendale
Principi IVS

Nell'ultima versione - che entrerà in vigore il **31 gennaio 2025** - sono presenti **principi dedicati ai fattori ESG**

- *The **General Standards** now include specific requirements for consideration of **ESG factors** within:*
  - *IVS 101 Scope of Work*
  - *IVS 103 Valuation Approaches*
  - *IVS 106 Documentation and Reporting*

ESG e valore aziendale
Principi IVS



- **IVS 103 Valuation approaches**. Appendix

A10 Market Approach Methods

Comparable Transactions Method

✓ **A10.8** *The valuer **should** analyse and make adjustments for any **significant** differences between the comparable transactions and the subject asset. Examples of common differences that could warrant adjustments may include, but are not limited to:*

l) differences in ESG considerations

Guideline publicly-traded comparable method

✓ **A10.14** *The valuer **should** analyse and make adjustments for any material differences between the guideline publicly-traded comparables and the subject asset. Examples of common differences that could warrant adjustments may include, but are not limited to:*

h) differences in ESG considerations

A20 Income Approach Methods. DCF Method

Terminal Value

✓ **A20.21** *The terminal value **should** consider:*

***g) risks and opportunities** associated with environmental, social and governance characteristics of the subject asset*

Discount Rate

✓ **A20.37** *While there are many ways to assess the risk of achieving the forecast cash flow, a non-exhaustive list of common procedures includes:*

*g) consider the **risks** associated with environmental, social and governance characteristics of the subject asset*

A30 Cost Approach Methods Depreciation/Obsolescence

✓ **A30.21** *Economic obsolescence may arise when external factors affect an individual asset or all the assets employed in a business and should be deducted after physical deterioration and functional obsolescence.*

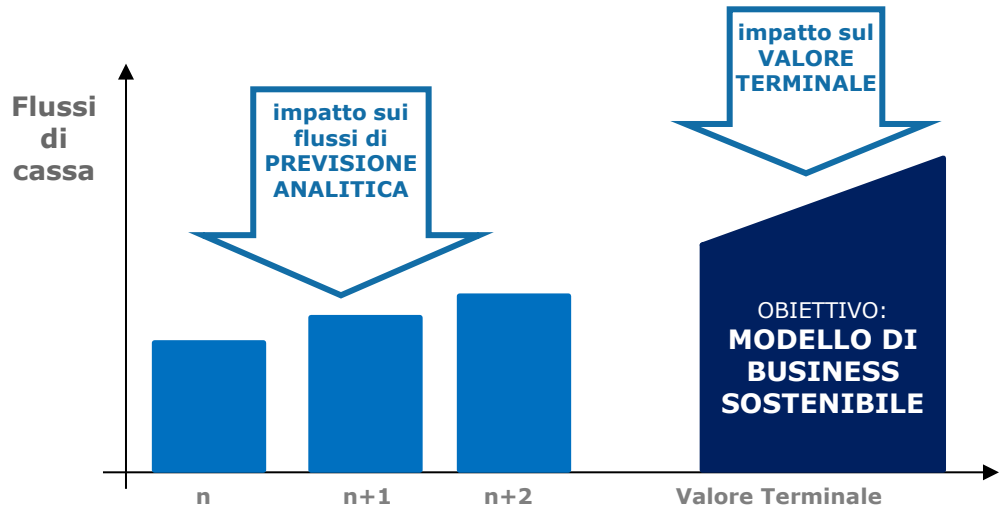
*For **real estate**, examples of economic obsolescence include but are not limited to:*

e) adverse changes in the environmental, social and governance characteristics of the subject asset

L'impatto degli ESG sulle valutazioni aziendali
Il quadro concettuale

- Per considerare i fattori ESG nella stima del valore aziendale non è richiesta una modifica dei **modelli di valutazione**,
- I fattori ESG ne influenzano gli input

L'impatto degli ESG sugli
INPUT della valutazione con DFC



- E' essenziale **capire il modello di business nel passato e nel futuro**, dopo la trasformazione introdotta dalle strategie ESG
- Strategie ESG da analizzare per capire **come alimentano i driver di valore** e quindi comprendere come possono influenzare il valore aziendale

L'impatto degli ESG sulle valutazioni aziendali
Il quadro concettuale

- ESEMPIO:

$$\text{VALORE TERMINALE} = \frac{\text{Cash Flow sostenibile}}{\text{Costo del Capitale} - \text{Tasso di crescita}}$$

Domande da porsi nella **stima del Valore Terminale**:

1. l'azienda vende prodotti o servizi che saranno **richiesti anche in futuro?**
2. Le attività ESG già implementate e pianificate **riducono l'incertezza dei flussi di cassa attesi o supportano la resilienza del modello di business?**
3. sono stati **inclusi tutti i costi e gli investimenti legati agli ESG** nella stima dei flussi di cassa analitici e nel Valore Terminale?
4. il Valore Terminale è giustificato o l'azienda ha un **modello di business destinato a scomparire?** c'è un rischio significativo che possa essere **revocato il permesso ad operare?**
5. La strategia ESG e i relativi **costi si ripagano nel lungo periodo** creando un **VANTAGGIO COMPETITIVO** (ad es. una maggiore quota di mercato) e quindi **tassi di crescita** più elevati?

- NB:

  In presenza di business unit (BU) a diversa «velocità ESG», verificare se debbano essere trattate separatamente con poi Disclosure una **valutazione per somma di parti**

Alcune proposte operative per catturare i fattori ESG

L'approccio del valutatore nell'applicazione dell'analisi fondamentale

COME INDIVIDUARE I FATTORI ESG

1) Costruzione di una **base informativa specifica legata ai fattori ESG**
2) **Analisi** delle informazioni contenute nella base informativa ESG
3) **Individuazione dei fattori ESG significativi** per la valutazione

MATERIALITÀ IMPATTO

Quando le attività della azienda target hanno avuto o possono avere impatto positivo o negativo rilevante sulle persone e/o sull'ambiente di riferimento in cui opera l'impresa

MATERIALITÀ FINANZIARIA

Quando le questioni ambientali e sociali hanno influenzato o possono influenzare la situazione patrimoniale-finanziaria, i risultati finanziari e i flussi finanziari, l'accesso ai finanziamenti o il costo del capitale

SIGNIFICATIVITA'

Any aspect of a valuation which, in the professional judgement of the valuer, greatly impacts the resultant value
IVS

Un fattore ESG contenuto nella rendicontazione di sostenibilità dell'impresa

- con una **materialità di impatto può non essere comunque significativo per la valutazione**
- con una **materialità finanziaria è significativo** per la valutazione in quanto **influenza i driver di valore** (flussi, tassi e crescita)

Alcune proposte operative per catturare i fattori ESG

L'approccio del valutatore nell'applicazione dell'analisi fondamentale

COME COMPRENDERE GLI EFFETTI SUL VALORE DEI FATTORI ESG

occorre farlo con l'applicazione dell'**ANALISI FONDAMENTALE -** nelle fasi definite dai PIV (III.1.2) - così da comprendere gli effetti anche di tipo qualitativo dei fattori ESG sui driver del valore

Il valutatore dovrà comunque ricordare che alcune tematiche ESG contenute nella rendicontazione di sostenibilità e considerate significative per la stima potrebbero essere già state "catturate" dall'applicazione dell'**analisi fondamentale "tradizionale"** definita dai PIV

Alcune proposte operative per catturare i fattori ESG
L'analisi strategica

All'interno dell'**analisi fondamentale**, l'**ANALISI STRATEGICA** si concretizza ne:

- la comprensione del modello di business
- l'individuazione delle **fonti del vantaggio competitivo**
- l'analisi della **sostenibilità e durabilità nel tempo** di tali fonti

Lo sviluppo dell'analisi richieda la **comprensione di**:

A

PROPOSTA DI VALORE PER IL CLIENTE

Analizzare le caratteristiche del **prodotto/servizio**
Comprendere la gestione del **rapporto con la clientela**, il **brand**, il **revenue model**

B

TIPOLOGIA DEL VANTAGGIO COMPETITIVO

Costo => efficienza
Differenziazione => prezzo
Volumi => economie di scala e quote di mercato

C

COMPETENZE DISTINTIVE

Individuare le competenze distintive che risiedono nella capacità di gestire i processi aziendali con livelli di *performance* migliori rispetto ai concorrenti (**mappatura processi aziendali «chiave»**)

D

PATRIMONIO STRATEGICO

Individuare e comprendere la **dotazione di risorse** in grado di gestire i processi chiavi (capitale relazionale, organizzativo tangibile, intangibile, finanziario, umano, …)

E

SOSTENIBILITÀ E DURABILITÀ DEL VANTAGGIO COMPETITIVO

Comprendere le modalità e la capacità di sostenere le fonti del vantaggio competitivo attraverso la rigenerazione nel tempo del patrimonio strategico

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili
Verona

Grazie dell'attenzione!

dott. Martino Zamboni
zamboni@valebo.it