

Rischi climatici e riflessi sulle valutazioni aziendali

di Nicola Agnoli (*) e Martino Zamboni (**)

Negli ultimi anni le conseguenze dei cambiamenti climatici sono diventate fonte di possibile rischio, non solo finanziario, per le imprese. L'attenzione nei confronti dei rischi climatici e fisici, di transizione e di responsabilità è cresciuta a livello globale, con l'acuirsi di fenomeni meteorologici estremi. L'esperto valutatore non può più ignorarne gli effetti sull'economia reale e sul sistema finanziario ed è chiamato a considerarli nel processo di stima, per esprimere un fondato giudizio di valore.

Introduzione

L'attenzione sulle conseguenze dei cambiamenti climatici a livello globale è cresciuta molto negli ultimi anni, con una maggiore collaborazione a livello internazionale.

È del 2015 la creazione della *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD) da parte del *Financial Stability Board*, del 2016 la nascita del *Green Finance Study Group* in ambito G20 (GFSG) e dell'*High Level Expert Group on sustainable finance* in seno alla Commissione Europea (HLEG).

A partire dal riconoscimento che i rischi legati al clima sono una fonte di rischio finanziario, nel 2017 un gruppo di Banche Centrali e di Autorità di supervisione ha costituito il *Network for Greening the Financial System* (NGFS), con l'obiettivo di promuovere la condivisione di *best practices* nel settore finanziario in tema di gestione dei rischi collegati all'ambiente (1).

I rischi climatici ed il processo di valutazione

I cambiamenti climatici e le politiche finalizzate a contenerne gli effetti condizionano in misura significativa l'economia reale e il sistema finanziario. Danno origine a nuovi rischi - i c.d. rischi climatici - che le istituzioni pubbliche e tutte le imprese, finanziarie e non, devono comprendere e monitorare.

Rischi climatici di cui l'esperto valutatore (2) dovrà considerare i possibili effetti sulla stima lungo l'intero processo di valutazione, a partire dall'analisi fondamentale, per un corretto sviluppo del proprio giudizio di valore.

Classificazione

La classificazione dei rischi climatici proposta dagli studi internazionali ne prevede una tripartizione in rischio fisico, rischio di transizione e rischio di responsabilità.

Rischio fisico

Il rischio fisico deriva dal progressivo cambiamento delle condizioni climatiche, soprattutto per l'incremento delle temperature causato dalle emissioni di gas serra, che aumenta la probabilità di eventi naturali estremi (inondazioni, uragani, incendi, siccità, ...).

Sono in generale tre le componenti fondamentali da considerare nella gestione del rischio fisico: l'analisi della pericolosità (*hazard*), l'esposizione (*exposure*) e la vulnerabilità (*vulnerability*).

Il rischio fisico si manifesta solo quando in un'area geografica sono presenti un pericolo ed un bersaglio esposto, con predisposizione ad essere colpito e di conseguenza danneggiato. La vulnerabilità varia a seconda del bersaglio: nel caso delle imprese la dimensione, il settore in cui operano, la loro struttura e i processi organizzativi ne influenzano ad esempio il livello di vulnerabilità.

Note:

(*) PhD, Dottore commercialista e revisore legale in Udine, partner VALEBO Valuation Advisory

(**) PhD, Dottore commercialista e revisore legale in Verona, partner VALEBO Valuation Advisory

(1) Osservatorio Italiano sulla finanza sostenibile, Il rischio climatico sulla finanza sostenibile, a cura del Gruppo di Lavoro n. 3, marzo 2019.

(2) I requisiti soggettivi dell'esperto valutatore sono indicati al PIV 1.3.1 dei principi emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV).

Un evento naturale estremo può comportare la distruzione di “capitale materiale” - fabbricati industriali e civili, impianti, infrastrutture - interruzioni della *supply chain* e una contrazione della capacità produttiva della singola impresa e dell'intero sistema economico colpiti dall'evento calamitoso.

A questo si aggiunge di frequente una decisa riduzione delle risorse finanziarie disponibili per imprese, famiglie e istituzioni pubbliche, in quanto dirottate alla ricostruzione e al ripristino dell'operatività.

Viene coinvolto dal rischio fisico anche il settore finanziario: la capacità delle imprese di rimborsare i finanziamenti diminuisce e si abbatte il valore delle attività che hanno dato in garanzia. A seguito di eventi naturali estremi il sistema bancario può quindi subire un aumento dei crediti *non performing* in portafoglio verso le imprese e le famiglie localizzate nelle aree colpite, con una successiva possibile restrizione delle politiche di credito, in un circolo vizioso i cui effetti vanno ad estendersi sino ad impattare anche sull'intero sistema Paese. In situazioni di straordinaria gravità di eventi naturali, infine, potrebbe anche deteriorarsi l'equilibrio finanziario delle imprese di assicurazioni.

Gli effetti del rischio fisico sono quindi talmente rilevanti che vanno necessariamente considerati nel processo di valutazione aziendale. Tale rischio può infatti causare diverse tipologie di danno alle imprese (i c.d. rischi di *business*), tra cui i principali sono quelli di:

- *asset integrity*;
- *business continuity*;
- *legal liability*;
- *reputation*;
- *market response*;
- *financial balance*;
- *staff health and safety*;
- *infrastructures*.

A partire dall'analisi fondamentale dell'impresa *target*, con l'esame anche del contesto competitivo e del settore in cui opera, l'esperto valutatore dovrà comprendere il livello di esposizione dell'azienda ai danni da rischio fisico.

L'analisi del suo assetto organizzativo gli consentirà di verificare:

- se sono state implementate politiche attive a presidiarlo, per prevenirlo e ove possibile proteggerlo;

I cambiamenti climatici danno origine a nuovi rischi - i c.d. rischi climatici - che il valutatore dovrà considerare nel processo di valutazione, a partire dall'analisi fondamentale, per un corretto giudizio di valore.

- se sono state stipulate specifiche coperture assicurative (si pensi ad esempio alla rilevanza di adeguate forme di copertura delle giacenze di magazzino nei settori agroalimentari con prodotti sottoposti a lungo processo di invecchiamento);

- se vi sono forme di finanziamento rapidamente attivabili per

ripristinare i danni subiti e salvaguardare la continuità aziendale.

Dovrà poi naturalmente valutare i possibili effetti sull'attività aziendale di tutti tali aspetti. In buona sostanza, è essenziale che in ogni stima l'esperto sia in grado di individuare la probabilità di accadimento dell'evento naturale in termini di pericolo e di definire il grado di vulnerabilità dell'impresa.

In un contesto in cui l'analisi condotta rivela un'esposizione elevata al rischio climatico l'esperto potrà essere indotto anche ad adottare una maggiorazione specifica dei tassi di sconto applicati, piuttosto che ad esempio a considerare uno scenario *ad hoc* che tratti gli effetti sui flussi futuri di un evento climatico estremo. Senza dimenticare che al di là degli eventi estremi, comunque condizioni meteorologiche avverse e cambiamenti nei modelli meteorologici possono modificare le abitudini di acquisto della clientela e di conseguenza i flussi di medio lungo e termine, ad esempio nel settore dell'abbigliamento.

Rischio di transizione

Il secondo tipo di rischio climatico, il rischio di transizione, deriva da un passaggio non coordinato e governato ad un'economia a bassa emissione di carbonio (*low carbon*), nonostante le politiche di intervento condivise e i numerosi impegni in tal senso assunti negli ultimi anni da molti organismi internazionali. Un passaggio repentino ad una economia *low carbon* potrebbe determinare una sensibile riduzione dei prezzi delle riserve energetiche e delle infrastrutture legate all'estrazione, trasformazione e utilizzo dei combustibili fossili, con una probabile corsa alla cessione di titoli delle società più esposte e conseguenze significative sul sistema economico globale.

Altro possibile riflesso è il formarsi delle condizioni per una spirale inflazionistica determinata dalle politiche climatiche delle Autorità internazionali, che possono portare ad un aumento dei prezzi dell'energia (si pensi ad

esempio all'introduzione della *carbon tax* o a nuove incentivazioni all'impiego di fonti energetiche alternative, al momento ancora troppo onerose) con una forte riduzione delle marginalità, specie per le imprese che operano in comparti energivori.

Studi recenti sulle *utilities* europee del settore elettrico hanno analizzato l'impatto del c.d. *carbon risk* sui rendimenti azionari e riscontrato una riduzione dei ricavi e dei prezzi di quotazione per le società che hanno un modello di *business* maggiormente orientato alle fonti fossili. A seguito delle politiche di decarbonizzazione, oltre a nuovi investimenti tali società hanno anche dovuto effettuare in sede di bilancio una serie di svalutazioni degli *asset carbon intensive*, con riduzione dei risultati d'esercizio e conseguente aumento della leva finanziaria causa riduzione del loro patrimonio netto.

Per le loro caratteristiche tipiche tali aziende - che garantiscono in genere un elevato flusso di dividendi e una reattività contenuta alla variabilità dei mercati - sono presenti nei portafogli di molti investitori istituzionali. La diversa velocità della transizione ad un sistema *low carbon* può così modificare sensibilmente la rischiosità del portafoglio investito e variare le strategie di *asset allocation*. Per questo un numero sempre maggiore di società finanziarie adotta nella politica di costruzione dei propri portafogli strumenti qualitativi e quantitativi in grado di considerare un premio per i rischi finanziari legati al clima, nonostante ancora l'assenza ancora di un *rating* specifico riconosciuto a livello globale.

Da studi condotti sui mercati borsistici statunitensi ed europei emerge come le imprese che perseguono buone pratiche ESG (*Environmental Social & Governance*), e quindi hanno elevato *scoring* ESG, raggiungono migliori *performance* di mercato ed operative. Sono ad esempio più efficienti nell'aumentare i volumi di fatturato, nel migliorare la marginalità operativa e nel *dividend yield*, oltre che nell'utilizzare la leva finanziaria.

Manifestano anche un generale maggior incremento del multiplo P/E, mentre non vi sono differenze significative in termini di volatilità. Tali evidenze sono coerenti con l'ipotesi che l'adozione delle migliori pratiche ESG sia fonte di un vantaggio competitivo di lungo periodo.

Il 90% delle PMI italiane che, causa di un evento catastrofico, sono costrette ad interrompere la produzione per più di una settimana fallisce entro un anno.

Secondo i dati di alcuni analisti, in Europa la quota dei nuovi investimenti gestiti con criteri ESG ha ormai superato il 50%. Con significativo incremento da quando, nel 2015, l'ONU ha pubblicato i *Sustainable Development Goals* (SDGs), lista di 17 obiettivi e 169 *target* sulle priorità ambientali, sociali ed economiche da raggiungere entro il 2030, punto di riferimento oltre che per i *policy maker* anche per investitori e *manager*.

La stessa Banca d'Italia (3) ha deciso di adottare una strategia di investimento che integra gli *scoring* ESG nella gestione del suo portafoglio azionario: non investirà in titoli emessi da società che operano prevalentemente in settori non conformi al *Global Compact* delle Nazioni Unite - che stabilisce sostanzialmente i principi che le imprese dovrebbero seguire nelle aree dei diritti umani, del lavoro, della sostenibilità ambientale e delle misure per prevenire la corruzione - mentre investirà nelle società con le migliori valutazioni sotto il profilo ESG.

Nonostante non vi siano ancora sistemi di misurazione universalmente riconosciuti, i rischi climatici non possono più essere ignorati nemmeno nel processo di valutazione aziendale, a maggiore ragione se la *target* opera, direttamente o anche solo indirettamente, nei settori più esposti.

In relazione al *carbon risk*, l'esperto dovrà ad esempio verificare se l'informazione prospettica aziendale adottata nella stima riflette adeguatamente, sia nel breve che nel medio lungo termine, i costi specifici e gli investimenti necessari alla transizione verso un sistema di produzione *low carbon*.

Rischio di responsabilità

L'ultima varietà di rischio climatico è il rischio di responsabilità, tipico del settore assicurativo, che si manifesta quando i soggetti che hanno sofferto un danno dagli eventi naturali estremi si rivalgono sulle imprese di assicurazione. I rapporti internazionali del mondo

Nota:

(3) Intervento di Ignazio Visco Governatore della Banca d'Italia "Sviluppo Sostenibile e rischi climatici: il ruolo delle Banche Centrali", *Festival dello Sviluppo Sostenibile 2019 La finanza e i sistemi finanziari per lo Sviluppo Sostenibile*, Roma, maggio 2019.

assicurativo evidenziano un livello crescente di perdite, assicurate e non, derivanti dai rischi climatici.

L'analisi condotta dal progetto europeo Derris (*DisastErRisk Reduction InSurance*), che unisce PA, imprese e settore assicurativo il cui obiettivo è la riduzione dei rischi da eventi climatici straordinari, emerge che tra il 2013 e il 2015 sono stati stimati 7,6 miliardi di euro di danni per eventi meteorologici eccezionali. Le aziende esposte in Italia al solo rischio alluvione sono oltre 1,6 milioni e dal 2010 ad oggi sono 126 i Comuni dove si sono registrati impatti rilevanti per 242 fenomeni meteorologici, alcuni dei quali hanno provocato, ad esempio, 55 giorni di *blackout* elettrici complessivi, con le aziende che hanno dovuto rallentare o interrompere le attività.

Inoltre, il 90% delle PMI italiane che, causa di un evento catastrofico, sono costrette ad interrompere la produzione per più di una settimana fallisce entro un anno.

In tale contesto, nel luglio 2018, l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS) ha emanato il Regolamento 38/2018 sul governo societario delle imprese e dei gruppi assicurativi, con l'introduzione, primo nel panorama europeo, di disposizioni specifiche che evidenziano la rilevanza dei fattori ambientali e sociali nella definizione del Piano strategico e delle attività delle imprese assicurative italiane (4).

Conclusioni

I rischi climatici, nelle loro tre diverse tipologie, rappresentano al tempo d'oggi elemento imprescindibile di ogni giudizio di valore. Con l'accelerazione dei cambiamenti climatici questi rischi sono destinati a diventare sempre più rilevanti. Nell'analisi fondamentale e lungo l'intero processo di stima l'esperto dovrà condurre attività specifiche per individuare il livello di esposizione ai rischi climatici dell'azienda *target*, traducendo gli eventuali effetti di tali rischi sul valore aziendale nonostante ad oggi ancora manchino modelli teorici e operativi di misurazione universalmente accettati.

Il valutatore dovrà utilizzare al meglio tutte le informazioni disponibili - ad esempio la Dichiarazione non finanziaria introdotta dall'art. 2, D.Lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 e correlato Regolamento attuativo Consob del 19 gennaio 2018 - per quanto al momento non organiche e omogenee, nell'attesa che sia

data vita ad una istituzione sovranazionale che raccolga dati, informazioni e studi a livello globale. Potrà inoltre adottare i sistemi di analisi e/o di *scoring* disponibili per comprendere gli impatti dei rischi climatici sulle imprese, finanziarie e non - ad esempio lo *scoring* ESG o l'indicatore periodico di intensità carbonica del valore aggiunto dei diversi settori economici pubblicato dall'ISTAT - così da considerarli all'interno del proprio giudizio di valore.

Nota:

(4) In particolare, l'art. 4, comma 2 del Regolamento stabilisce che i presidi del sistema di governo societario dovranno coprire ogni tipologia di rischio aziendale, ivi inclusi quelli di natura ambientale e sociale, "generati o subiti". L'art. 47, comma 2, lett. b), invece, prevede per le imprese la possibilità di introdurre sistemi di remunerazione, per la parte variabile, basati su indicatori non esclusivamente finanziari, quali ad esempio quelli basati su *performance* di tipo ambientale e/o sociale o sulla gestione della clientela.