

# Green Generation: Investire nella sostenibilità©

## I nuovi strumenti della Finanza Sostenibile

### Valutazione, Ricerca e Mercati

*a cura di Filippo Forti*

*Università di Roma Tor Vergata, 24 Marzo 2022*

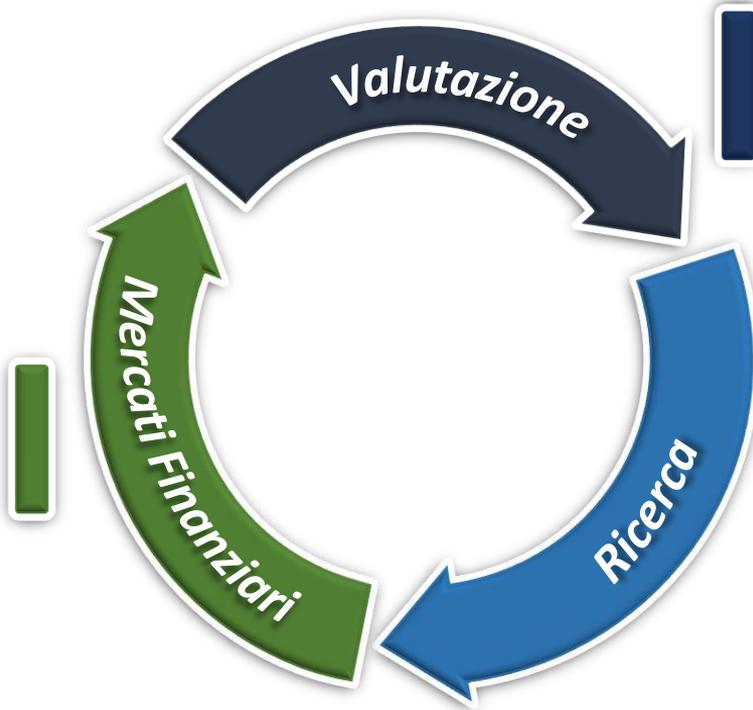


©Copyright / Disclaimer: È vietata la copia, la riproduzione, la redistribuzione e la pubblicazione anche solo parziale e in qualsiasi forma dei contenuti e delle immagini, se non espressamente autorizzata per iscritto dall'autore.



# Agenda

*Come operare sui mercati finanziari*



*Finanza sostenibile e valutazione finanziaria*

*Nuovi metodi di valutazione*

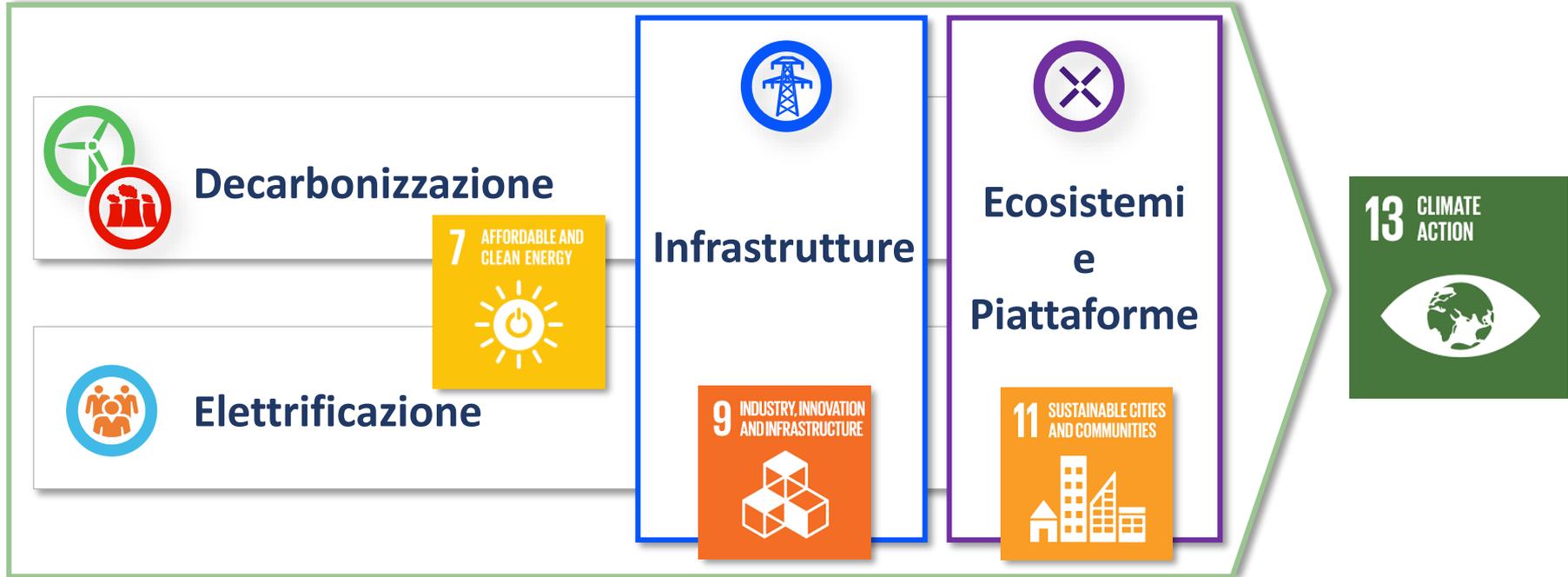


# Gli obiettivi per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite





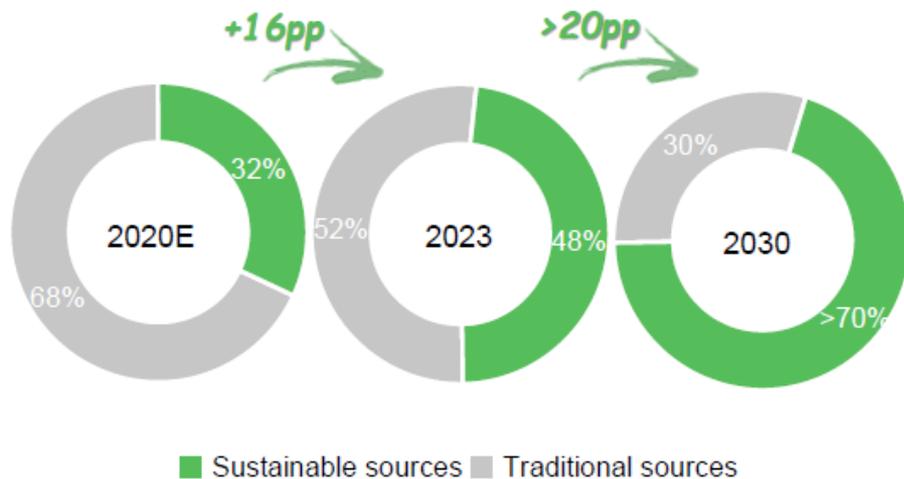
# Uno sguardo alla strategia sostenibile del Gruppo Enel<sup>1</sup>



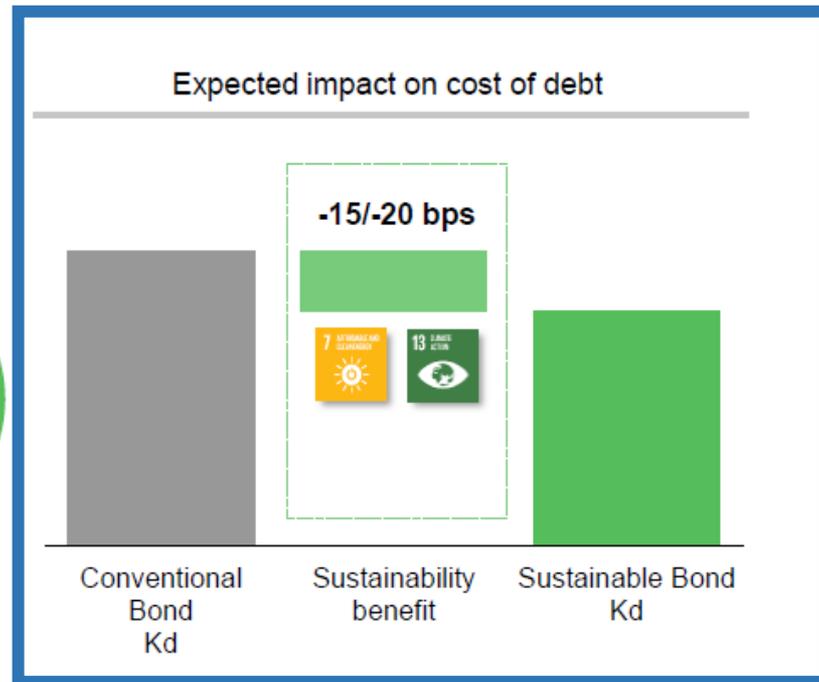


# Una maggior quota di finanza sostenibile nel tempo<sup>1</sup>

Sustainable Finance evolution



Expected impact on cost of debt



La finanza sostenibile ha un impatto positivo sul costo del debito

1. Enel Group 2020 Capital Market Day (Slide 73-82)

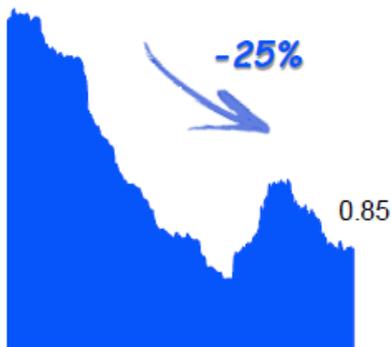


# Gli obiettivi 2021-'23 mantengono un basso profilo di rischio<sup>1</sup>

## Decreasing risk perception

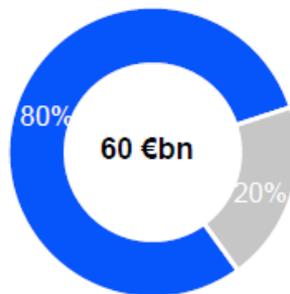
Enel Beta – 2015-Current

1.14



## Business model highly visible and stabilized

Cumulated EBITDA 2021-23



- Contracted & regulated activities
- Merchant

REN development secured

Additional Capacity 2021-23 (GW)

19.5

Gap to target (GW)

10.8

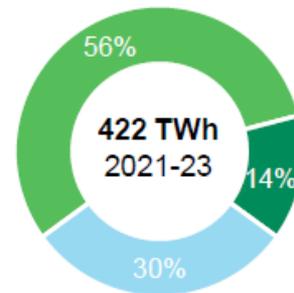


2021-23 pipeline

Residual target

-3x

Renewables Production secured



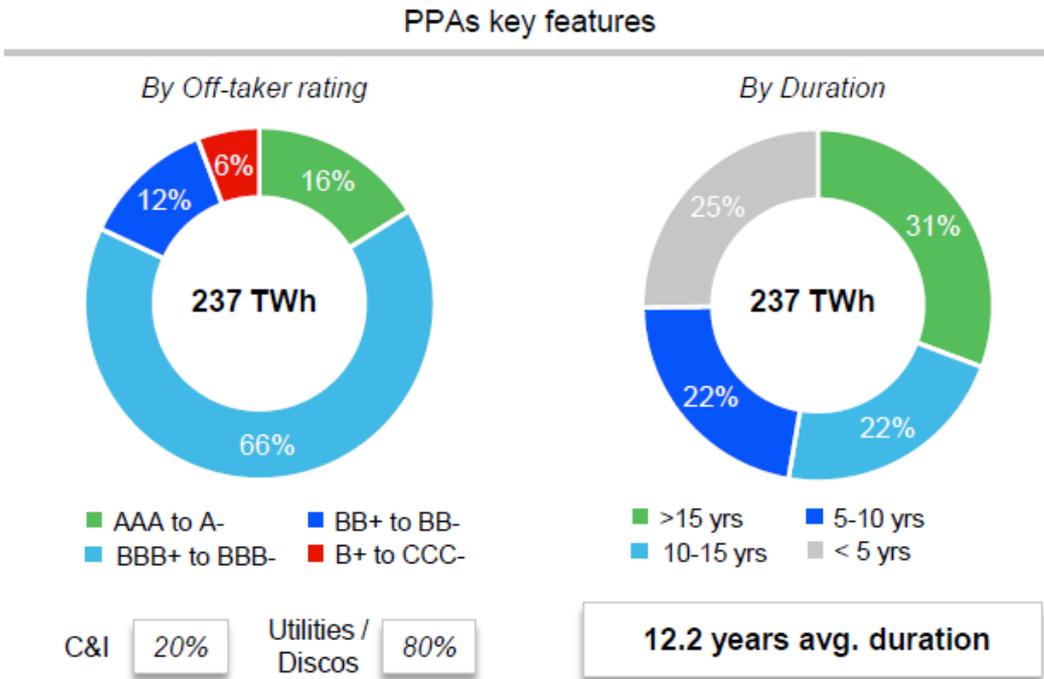
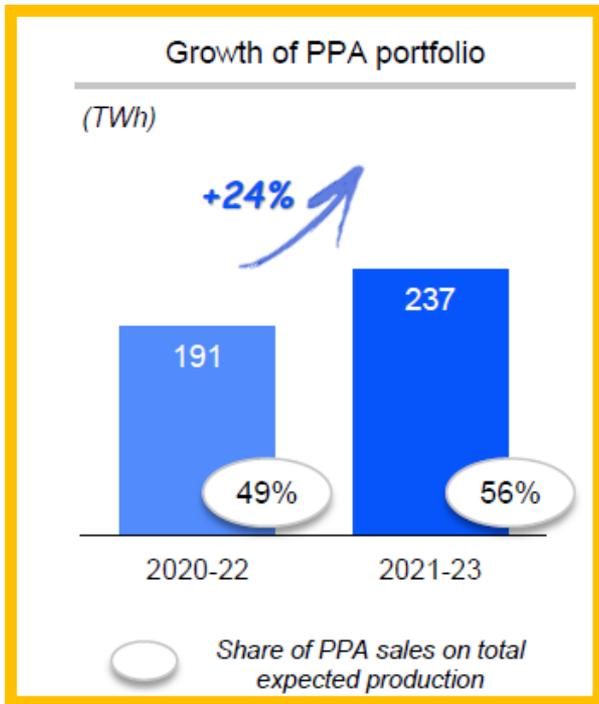
- Covered by PPA
- Forward sales
- Hedge w/retail portfolio<sup>1</sup>

Sostenibilità significa più investitori istituzionali e una minor volatilità

1. Enel Group 2020 Capital Market Day (Slide 73-82)



# I PPAs garantiscono un flusso di ricavi stabile nel tempo<sup>1</sup>



Un aumento dei contratti PPA significa flussi di cassa più resilienti

1. Enel Group 2020 Capital Market Day (Slide 73-82)

# Il DCF rappresenta ad oggi il metodo più accurato nella storia della valutazione finanziaria...

## I metodi classici della valutazione e gli effetti della finanza sostenibile

$$WACC = K_e * \left(\frac{E}{D+E}\right) + K_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{D+E}\right)$$

$$K_e = Rf + \beta * [E(R_m) - Rf]$$

$$K_d = i$$

SDG bonds e riduzione del costo del debito [ $K_d$ ]

Performance ESG, investitori passivi e riduzione della volatilità [ $\beta$ ]

La produzione rinnovabile, i PPAs<sup>1</sup> e la maggiore stabilità dei flussi di cassa nel tempo

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{TV_t}{(1+WACC)^t}$$

Una strategia sostenibile impatta positivamente sui fondamentali del DCF

<sup>1</sup>Power Purchase Agreements



...ma oggi non è abbastanza, dal momento che la sostenibilità gioca un ruolo cruciale

### Le tre dimensioni della valutazione moderna

#### Ritorni sulla profittabilità

- ✓ EBITDA/CAPEX
- ✓ PBP
- ✓ Time to EBITDA
- ✓ etc.

## Valuation

#### Ritorni sull'investimento

- ✓ Valutazione DCF
- ✓ Multipli: ROE, ROI, etc.
- ✓ *Make or Buy*
- ✓ etc.

#### Ritorni sulla sostenibilità

- ✓ Metriche ESG
- ✓ Metriche ibride
- ✓ *Disaster recovery finance*
- ✓ etc.

ESG e metriche ibride sono le nuove frontiere della valutazione sostenibile



# Principi ESG e metriche ibride rappresentano le nuove frontiere della valutazione...

## *Come condividere il valore con i propri azionisti*

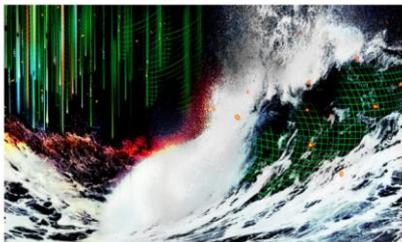
AS IS

Finanza vs  
ESG

“Ad oggi leader aziendali, investitori e analisti si devono confrontare con **due sistemi di reportistica separati e disconnessi**: uno per i **risultati finanziari**, l’altro per le **performance ESG**”

“Il risultato sono **due storie distinte**, una relativa a quanto sia **profittevole una azienda**, l’altra che mette in luce se questa **sia sostenibile o meno per le persone e per il pianeta**”

Where ESG Ratings Fail:  
The Case for New Metrics



TO BE

Metriche  
ibride

“Questo suggerisce la possibilità di adottare **un unico sistema di valutazione ibrido**, in grado di **combinare l’impatto sociale e ambientale con le misure standard della performance finanziaria**”

*Le metriche ibride, uno strumento innovativo per la finanza sostenibile*



...in grado di connettere gli effetti della performance ESG con i risultati finanziari...

*Un esempio di applicazione pratica delle metriche ibride*

## Ratio of EBITDA to CO<sub>2</sub> Intensity at Three Energy Companies

|           | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------|------|------|------|------|
| Enel      | 38.4 | 37.8 | 43.8 | 60.5 |
| Engie     | 27.2 | 25.6 | 29.1 | 58.8 |
| Iberdrola | 42.5 | 37.5 | 57.4 | 91.9 |

La crescita dell'EBITDA e la riduzione della CO<sub>2</sub> sono **combinare in un nuovo ratio** in grado di determinare quale sia l'azienda al tempo stesso più **profittevole e sostenibile**

*Le metriche ibride risolvono l'anello mancante della finanza sostenibile, ma...*

## ...ma con limiti in termini di adozione e applicazione

*I principali limiti delle metriche ibride in termini di adozione*

**Avidità e  
attitudine di  
breve termine**

**Effetti  
distorsivi dei  
*ratio* ibridi**

**Inapplicabilità  
intersettoriale**

**Framework  
regolatori e  
obblighi legali**

*Le metriche ibride hanno aperto la via, ora è tempo di ulteriori sviluppi*



# La teoria finanziaria del *disaster recovery* può supportare il processo di valutazione...

*Le aziende devono proteggere i propri asset dai rischi esogeni...*

$\alpha = \text{Azzardo} \times \text{Esposizione} \times \text{Vulnerabilità}$

*Azzardo* = probabilità che occorra un evento avverso (0 ÷ 1)

*Esposizione* = % degli asset aziendali esposti a deterioramento in caso di evento avverso (0% - 100%)

*Vulnerabilità* = % di deteriorazione degli asset esposti nel caso un evento avverso (0% - 100%)

$$EV = \frac{FCF_0 \times (1 + g)}{R_f} * (1 - \alpha)$$

$FCF_0$  = free cash flow per l'anno corrente

$g$  = tasso di crescita atteso sul lungo termine

$R_f$  = tasso *risk-free*

$(1 - \alpha)$  = fattore resilienza

*Il fattore  $(1-\alpha)$  è direttamente proporzionale alla resilienza di una azienda ai rischi esogeni. Più le aziende sono in grado di proteggere i propri asset da questi rischi, maggiore la loro resilienza e la conservazione del loro Enterprise Value*

*...in modo da incrementare la resilienza e difendere il loro Enterprise Value*



# ...e anche la SEC sembra pensarla allo stesso modo

Stampa e Mercati<sup>1</sup>

# FORBES

La **SEC degli Stati Uniti** ha proposto una **nuova regola** che richiederebbe alle **aziende di rivelare alcune delle loro emissioni di gas serra** in modo **standardizzato** e di **spiegare agli investitori** come il ***climate change*** potrebbe influire sulla loro **performance finanziaria**.

Secondo la **National Oceanic and Atmospheric Administration**, gli **eventi meteorologici estremi negli USA** hanno causato danni per almeno **\$145bn nel 2021**.

I ricercatori dell'**FMI e dell'Università di Cambridge** hanno previsto che il ***climate change***, abbasserà il **PIL reale pro capite del 2,5% nel 2050 e del 7,2% nel 2100**. Le emissioni di gas serra rappresentano un serio rischio per gli investitori.

1. <https://www.forbes.com/>



Bloomberg

# I principi ESG sono sempre validi, ma...attenzione ai conflitti di interesse

## Stampa e Mercati<sup>1</sup>

*Negli ultimi 2Y le aziende USA hanno speso \$3,5bn per acquistare società di rating verdi e fornitori di dati*

*Il mercato per aiutare le aziende a fare una reportistica di bilancio ESG vale circa \$1,6bn a livello globale e si prevede un +21% nei prossimi 6 anni*

*Institutional Shareholder Services vende agli investitori le sue valutazioni di rischio climatico e alle società target consigli su come aumentare i punteggi*

*L'unità di Sustainability di Mornignstar, Moody's e S&P Global Inc si stanno specializzando in analisi ESG, del clima e dei disastri naturali. Vendendo valutazioni societarie ESG ai target e agli investitori*

## I Conflitti di Interesse

Ricevere compenso per l'emissione di rating dalle società target genera conflitti di interesse

Vendere consulenza per migliorare i rating alle società target genera conflitti di interesse

Vendere valutazioni ESG agli investitori e consulenza alle società target genera conflitti di interesse

## Attenzione a greenwashing e bolle<sup>2</sup>

Morningstar declassa fondi ESG per \$1tr di AuM. Secondo l'analisi, oltre 1.200 fondi non meritano più l'etichetta ESG, alimentando la paura di greenwashing nell'industria dei Fondi

1. Milano Finanza 19.02.2022 pag. 11 di Jean Eaglesham (tratto da The Wall Street Journal)

2. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-10/funds-managing-1-trillion-stripped-of-esg-tag-by-morningstar>



## ...e agli ostacoli di breve termine

Mentre la guerra Russia-Ucraina avanza, i principi ESG fanno dietrofront

MF | MILANO  
FINANZA

La legittima difesa degli ucraini e la deterrenza alla minaccia russa rendono **le armi socialmente utili?**

Con la crisi energetica innescata dal conflitto (famiglie e imprese in difficoltà) **possiamo ancora sostenere che il carbone è antisociale?**

### I criteri Esg al test dello scontro armato

di Francesco Bertolino

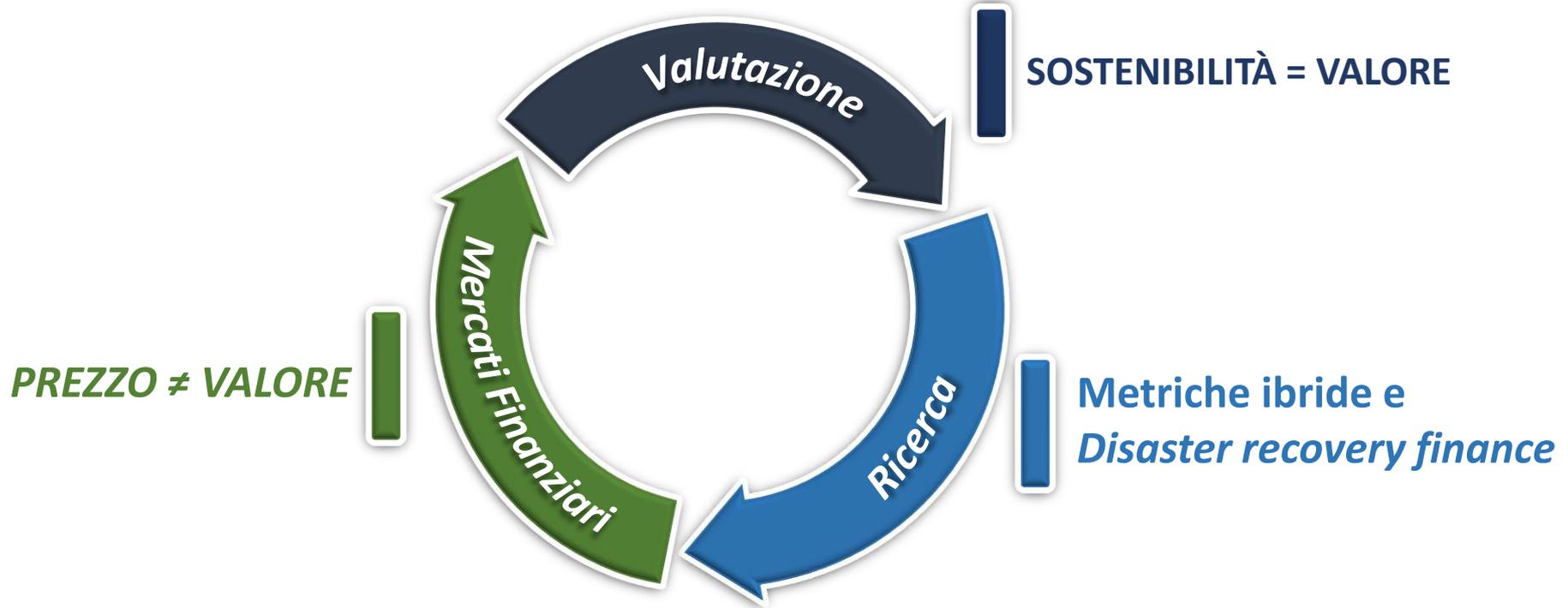
Nei giorni scorsi l'intransigente gestore svedese Seb ha comunicato ai clienti che 6 dei suoi 100 fondi potranno tornare a investire in produttori di armi e aziende della difesa. Un brusco dietrofront da parte della società che solo un anno fa aveva deciso di escludere questi titoli dal portafoglio in ossequio ai criteri Esg (ambientali, sociali e di governance). Altrettanto avevano fatto molti grandi gestori, pronti a cavalcare l'onda Esg ricorrendo a blande e poco impegnative esclusioni: alcol, tabacco e appunto armi. Il boicottaggio finanziario ha reso per anni difficile o molto costoso per le quotazioni della difesa accedere al mercato dei capitali tanto da spingere molte di loro a sminuire il contributo della vendita di armi nelle presentazioni agli investitori. La guerra in Ucraina ha repentinamente ribaltato la situazione, inducendo gli analisti a interrogarsi sul paradigma Esg. Dinanzi all'invasione russa si possono ancora considerare le armi ontologicamente contrarie agli obiettivi sociali? L'assistenza alla legittima difesa degli ucraini e la deterrenza rispetto alla minaccia russa possono portare a riconsiderare la compatibilità di armi e criteri Esg? Prima ancora che finanziaria, la domanda è politica ed etica. Come tale, non ha una risposta univoca, ma il mercato ha già dato la sua. I titoli della difesa hanno corso in borsa come non accadeva da decenni (si veda articolo a pagina 8). Dopo che la Germania ha annunciato un piano da 100 miliardi per modernizzare l'esercito, le tedesche Rheinmetall ed Hensoldt sono arrivate a registrare rialzi fino al 70% a Francoforte nel corso di

una seduta. Mentre il resto delle quotazioni crollava sotto i colpi di Putin, insieme alla difesa un altro settore intoccabile per i fondi sostenibili ha retto e in qualche caso persino guadagnato: i produttori di combustibili fossili. La crisi energetica e il conseguente boom dei prezzi del gas hanno portato a riconsiderare l'utilizzo del carbone anche in Italia, dove ormai la più inquinante delle fonti energetiche pareva bandita. Di nuovo, la guerra in Ucraina e la ricerca di autonomia energetica dinanzi ai ricatti russi ha spinto a riconsiderare la compatibilità dei titoli di petrolio, gas e carbone con i criteri Esg. Se il caro-bollette rischia di spingere sul lastrico famiglie e al fallimento imprese, si può ancora sostenere che il carbone sia contrario agli obiettivi sociali? E questi scopi possono prevalere sulla salvaguardia ambientale, perlomeno nel breve termine di un'emergenza? Anche in questo caso il mercato ha dato la risposta ed è la stessa che per la difesa: comprare oil&gas a piene mani. Ciò - per inciso - sta affossando le performance dei fondi responsabili ed esaltando quella dei gestori irresponsabili che in questi anni hanno continuato a puntare sui titoli pariah della difesa e fossili. Si può discutere se il fine giustifichi i mezzi, e di sicuro nel medio-lungo termine rinnovabili e altri investimenti sostenibili sono destinati a prevalere nell'economia reale e in borsa, se non altro perché ne va della sopravvivenza del genere umano sulla Terra. Secondo alcuni analisti, però, con la guerra in Ucraina potrebbe segnare la crisi della concezione statica dei criteri Esg, che pretende di marcare una volta per tutte cosa è responsabile e cosa no. (riproduzione riservata)

Nei momenti di discontinuità e turbolenza dei mercati, errori di valutazione possono compromettere i ritorni di lungo periodo. E' quindi ancora più importante distinguere tra tattica di breve periodo e strategia di lungo termine.



# Dalla teoria della valutazione ai mercati finanziari attraverso la ricerca



**FINE**

**Grazie e se avete voglia di approfondire questi temi non esitate a contattarmi!**



**Filippo Forti**  
Senior Researcher  
ENEL FOUNDATION



**Enel SpA**  
00198, Rome - Italy  
Via Vincenzo Bellini, 24  
[LinkedIn Profile](#)  
[filippo.forti@enel.com](mailto:filippo.forti@enel.com)  
[www.enelfoundation.org](http://www.enelfoundation.org)