



Il contributo di Advantage Financial allo sviluppo sostenibile

Francesco Confuorti, Milano, 2 Febbraio 2017.

In questo scritto vorrei riassumere il nostro lavoro e idee sullo sviluppo sostenibile ed il suo rapporto con la finanza e con l'imprenditorialità. Sono un banchiere piuttosto che un accademico, ma ho sempre interagito con questi ultimi, a partire dal mio primo mentore dei miei anni a Chicago, Rudi Dornbusch, che diceva "Francesco, con gli altri faccio l'accademico, con te lavoro!".

Da qualche anno, già dal 2012, mi domando come legare l'ecologia, la finanza e l'impresa. La maggior parte dei commentatori sostengono che il collegamento principale proviene dal mercato azionario. Le aziende che sono più attente al loro impatto ecologico avrebbero creare più valore per gli azionisti, ma come noto tra la maggior parte degli esperti sanno, questo legame positivo è spesso sfuggente e dipendente dal contesto, e a volte non si manifesta affatto nei dati.

Ed ecco che a un certo punto mi sono chiesto, se il legame tra impronta ecologica e performance finanziaria non passi piuttosto per il costo del debito, cosa a cui ricorrono tutti, piuttosto che per il costo del capitale di rischio. Questo approccio ci impone di pensare all'ambiente come un rischio d'impresa piuttosto che un'opportunità. O, ancor meglio, come una forma di rischio estremo (tail risk). Se si pensa al problema in questo modo, tutto diventa molto chiaro. Il riscaldamento globale causerà lo scioglimento della Groenlandia? E gli incidenti ambientali, come la fuoriuscita di petrolio dalla piattaforma New Horizon? E che dire dell'impatto di provvedimenti a fine ambientale sull'attuale modello di business delle aziende? Si pensi a quello che sostiene il famoso scienziato Jared Diamond sul settore minerario nel suo libro "Collapse": a suo parere, se le compagnie minerarie dovessero far fronte a i veri costi di smaltimento dei rifiuti solidi da loro creati, invece che riversarli sulla collettività, esse sarebbero tutte in una situazione di dissesto finanziario.

Facciamo un passo più vicino a casa nostra.

Il maggiore disastro ecologico della storia recente in Italia è legato alla contaminazione da diossina a Seveso, in Lombardia, che risale agli anni settanta dello scorso secolo. A tutt'oggi,



a seguito della ristrutturazione di molti settori produttivi, e l'uscita del nostro paese da alcune delle industrie ad alta intensità di capitale, quali il settore chimico-farmaceutico, l'acciaio è probabilmente l'industria più inquinante situato sul territorio nazionale (Ilva, Thyssen-Krupp). Il progetto annunciato dalla Croazia, per l'avvio della ricerca di petrolio nelle acque del mare Adriatico, che avrebbero un impatto anche sulle nostre coste in caso di disastri ambientali, sono un altro sviluppo da seguire con cura.

Il passo successivo è semplice. Se il rischio ecologico è una forma di tail risk, in che modo può essere prezzato dal mercato finanziario? E' naturale pensare che questo rischio debba essere valutato dal mercato del credito e non da quello azionario. Nel corso degli anni, Advantage Financial con l'aiuto di alcuni accademici illustri come il professor Stephen Brown dalla Stern School of Business della New York University e della Monash University, e da parte mia e dei miei asset managers ad Advantage Financial, abbiamo raccolto alcune parecchia evidenza sul nesso tra l'impronta ecologica e il costo del debito per un gran numero di aziende, settori e aree geografiche.

La maggior parte di queste evidenze sono contenute in alcuni studi che Advantage Financial ha messo a disposizione del Ministero dell'Ambiente della Repubblica d'Italia a partire dal 2013. In questo breve intervento vorrei riassumere l'evidenza che abbiamo raccolto finora, ed anticipare su quali problemi e dei settori che andremo a concentrarsi in futuro, per ampliare ulteriormente la nostra conoscenza in questo settore. A partire dal 2013, Advantage Financial ha esplorato tale nesso in tre differenti campioni e principali settori.

- Il primo studio, datato Gennaio 2013, prende in esame un campione delle maggiori imprese non finanziarie quotate in borse europee e nordamericane e si focalizza sull'impatto delle emissioni di gas serra e delle procedure aziendali in materia ecologica e ne misura l'impatto sul costo del debito.
- Il secondo studio, rilasciato nella Primavera 2014, si focalizza sui settori e sulle aziende Europee con un importante impatto ambientale, utilizzando dati sulle emissioni inquinanti a livello d'impianto.
- Il terzo studio, che risale alla Primavera del 2015, si focalizza infine sul settore delle Utilities in Europa e mette a confronto l'impatto differenziale dell'uso di energie pulite o più in generale del mix energetico sul costo del debito.



Quello che abbiamo imparato finora

Il nostro primo studio è una relazione speciale redatta dal Prof. Stephen J. Brown per conto di Advantage Financial Inc. Lussemburgo. Si intitola: "L'impronta ecologica e la probabilità di default in Europa".

Lo studio è basato su un ampio campione di oltre 1100 aziende quotate in borsa. Questo campione ha tre vantaggi principali. In primo luogo, la maggior parte delle emissioni di obbligazioni viene applicata a un livello relativamente centralizzato nei gruppi di aziende; le migliori misure del rischio di credito vengono effettuate a livello di bilancio consolidato, in modo che si possano prendere in considerazione come le unità di business operativo possano creare flussi di cassa al servizio del debito lungo l'intera catena di controllo societaria. In secondo luogo, si può facilmente calcolare una proxy del rischio di credito a livello societario senza dover studiare le emissioni obbligazionarie individuali. Possiamo usare le quotazioni dei credit default swap (CDS) per la maggior parte di questi emittenti. Anche quando non vi sono quotazioni di CDS disponibili, siamo sempre in grado di sviluppare buone misure del rischio di credito per il più ampio campione delle società quotate. A tal fine, incrociamo le informazioni sulla leva finanziaria dell'azienda con informazioni provenienti dal mercato azionario applicando il famoso modello di Merton della probabilità di insolvenza, modello che è noto prevedere il rischio di default meglio del rating dell'emittente, e che è disponibile sulla piattaforma Bloomberg. In terzo luogo, le società quotate sono più propense a rendere pubbliche le informazioni sull'impronta ecologica nel loro reporting di sostenibilità.

Ecco i principali risultati dello studio:

- Utilizzando i dati sull'impronta ecologica tratti dalla reportistica di sostenibilità, che sono pubblicati sulla piattaforma Bloomberg, è stato possibile calcolare un indicatore sintetico dell'impronta ecologica, e di conseguenza permette di calcolare un indicatore individuale di "rating ecologico" per ogni azienda, che viene quindi regredito contro la nostra misura preferita del costo del debito. La probabilità di default-a-la Merton ha un impatto rilevante sul nostro rating ecologico, con un coefficiente pari a 0,6, che è statisticamente significativa. Questa regressione, dove abbiamo anche un insieme di variabili dummy che catturano gli impatti specifici al livello di settore, più una costante, ha un R-quadro del 7,7%.



- Il secondo risultato di questo studio è che siamo stati in grado di calcolare il valore del fattore ecologico per ogni singola impresa. Se il nostro modello è corretto, il rating ecologico per ogni singola imprese è dato dalla moltiplicazione tra la pendenza della regressione, per esempio 0,6 nella regressione di Merton, moltiplicato per il valore del fattore ecologico per tale singola impresa. Il settore di appartenenza dell'impresa non sembra impattare sul risultato, ad eccezione del settore energetico, che implicherebbe un rating più conservativo per le aziende che vi appartengono. Abbiamo poi calcolato il posizionamento in termini di impronta ecologica per tredici delle maggiori imprese quotate italiane non finanziarie: con un paio di eccezioni le nostre imprese tendono ad avere un'impronta ecologica bassa rispetto ai principali peers europei, il che è positivo.

Ecco una sintesi dei principali risultati del nostro secondo rapporto, datato Febbraio 2014 e intitolato "L'impatto ecologico dell'industria europea e la sua relazione con il costo del debito". Il campione che usiamo qui si basa su dati a livello d'impianto e di business unit per le società europee che operano settori ad elevata intensità ecologica come Energia, Utilities, Metalli e Costruzioni. Il vantaggio di questo campione è che abbiamo raccolto le misure di impatto ecologico delle emissioni di gas serra e di aria tossica a livello di impianto, che sono pubblicati sul sito web dell'Agenzia Europea dell'Ambiente. Abbiamo poi aggregato questi dati a livello di business unit, facendo corrispondere i dati del singolo impianto con quelli dell'azienda che lo controlla, reperendo i report annuali di tali aziende, quotate e non, messi a disposizione dalla banca dati Boureau Van Dijck. Ecco i principali risultati dello studio.

- Troviamo una relazione positiva tra l'impronta ecologica degli impianti industriali e la probabilità di fallimento misurata dal rapporto tra costo del debito ed utili operativi. Questo conferma i nostri risultati per un legame positivo tra l'impronta ecologica e il costo del debito del precedente studio ad un livello più granulare.
- Per tutti i settori, si ottiene un effetto significativo dell'impronta ecologica sul costo del debito. L'impatto della è più grande nel settore delle Utilities, che abbiamo approfondito nel nostro terzo rapporto (vedi sotto). Il settore Oil & Gas è l'unico dove non troviamo alcun impatto discernibile, forse a causa della presenza di molti impianti potenzialmente inquinanti fuori del perimetro Europeo per il quale abbiamo i dati sull'inquinamento.



- In questo studio, abbiamo anche effettuato un'analisi di benchmarking dei principali produttori di acciaio Europei, facendo corrispondere i costi dell'inquinamento atmosferico con due misure di performance finanziaria, il rapporto tra costo del debito ed utili operativi (coverage ratio) e il ROA. Il posizionamento dell'Ilva è peggiore rispetto al principale peer Europeo, la Thyssen Krupp, sia per l'impronta ecologica che per la situazione finanziaria, ma è sorprendentemente migliore, lungo entrambe le dimensioni, rispetto alle numerose aziende del settore appartenenti al Gruppo Arcelor Mittal.

Più di recente, abbiamo esaminato uno specifico settore, quello delle Utilities. Infatti il nostro studio rilasciato nella Primavera del 2015 è intitolato "L'impronta ambientale e il costo del capitale nel settore delle utilities".

- In questo studio ci chiediamo se le utilities europee che hanno variato il mix di fonti energetiche verso le energie pulite (sporche) sono state premiate con una riduzione (aumento) della probabilità implicita di default, che è il principale determinante degli spread creditizi. Troviamo che questo è il caso, almeno in media: un peggioramento del livello di emissioni di gas serra è principalmente correlato ad un aumento dell'uso di per fonti sporche di energia, come il carbone, a scapito delle fonti più pulite, tale come il gas naturale o le fonti rinnovabili.
- Utilizzando i dati del precedente studio, basato sul campione della AEA, troviamo anche una correlazione positiva tra una misura dell'impatto dell'inquinamento atmosferico da parte dei singoli impianti di generazione di energia elettrica, e il costo implicito del debito. In generale, gli impianti con la massima impronta ecologica sono le centrali a carbone. Questi hanno una più elevata probabilità di fallire i test annuali di sicurezza ambientale e sanitaria. In casi estremi il regolatore e la magistratura possono chiedere la sospensione della produzione, il che impatta la capacità di generazione di reddito e quindi il rischio di default di queste imprese. Problemi simili possono anche causare la protesta da parte degli attivisti verdi, e sempre più dei fondi di investimento che sono sensibili alla sostenibilità, contro il proseguo o addirittura l'apertura di nuove centrali al carbone.
- Inoltre, mostriamo che maggiore è la quota di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili a livello di impresa, il più basso è, in media, il costo implicito del debito misurato dalla probabilità di default a-la-Merton. Questi risultati sono interessanti perché si



confrontano con la pessima performance economica ed il relativo fallimento di molte start-up attive nella produzione di pannelli solari. In generale, le fonti rinnovabili sono una buona fonte di diversificazione per le grosse utilities elettriche che abbiamo studiato. Questo non riguarda solo i sussidi economici che questo tipo di generazione gode, ma per il crescente impatto delle economie di scala del costo unitario delle energie rinnovabili.

Verso una misurazione del rating ambientale delle PMI.

Gli studi sul nesso tra costo del denaro ed impronta ecologica cui abbiamo lavorato ad Advantage Financial, e che si riferiscono a quelle aziende che rendono note al mercato le informazioni sulla loro impronta ecologica, costituiscono una prima base per estendere la misurazione dell'impronta ecologica a tutte le PMI italiane, sia quelle dei settori export-led del Made in Italy, che dei principali settori ad impatto domestico quali il commercio, le costruzioni e del utilities. Ecco perché.

- In primo luogo, il nostro primo studio del 2013, che è basato su di un campione di imprese quotate sui principali mercati azionari internazionali già contiene alcune informazioni di base sull'impronta ecologica delle imprese medio-grandi che operano nei summenzionati settori. Sarà quindi sufficiente tener conto dell'impatto della dimensione sull'impronta ecologica, per arrivare ad un primo benchmark per ognuno di questi settori, cui si potranno confrontare le nostre PMI (come già fatto in alcuni progetti pilota condotti in materia da alcune Camere di Commercio e/o sezioni della Confindustria).
- In secondo luogo, alcuni degli studi di settore da noi svolti contengono già misure dell'impronta ecologica di tutte le imprese/impianti e permettono raffronti a livello europeo. Pensiamo ai risultati del nostro studio del 2014 sui settori ad altra intensità di impatto ecologico, che parte da tutti gli impianti presenti sul territorio della UE, o a quello del 2015, sulle Utilities, che contiene essenzialmente l'universo delle aziende. A questi si aggiungeranno tra breve i primi riscontri sull'importante settore del food, uno dei più importanti del "Made in Italy", cui abbiamo cominciato a lavorare nel 2015/ 2016 (vedi la sezione "prossimi passi").



Prossimi passi

Ma noi non vogliamo fermarci qui. Abbiamo elaborato un progetto volto a rafforzare la sostenibilità dello sviluppo economico, che si snoderà su due direttive principali quali a) la promozione di un consumo consapevole dei beni alimentari e non, e b) la creazione di una piattaforma per aziende di business matching e la definizione di attività finanziarie (Confidi) che diano un efficace supporto all'interscambio commerciale tra Italia e Africa a contenuto sostenibile.

- Promuoveremo il consumo consapevole dei beni alimentari e non grazie alla creazione di un ambiente per la misurazione del contenuto ESNT (impatto ecologico, sociale, nutrizionale e di tossicità) dei singoli prodotti e brand di largo consumo. In una prima fase lavoreremo sul settore food and grocery, creando un server centrale ed una app, ad esso collegata, per smartphone, che permetta al consumatore di misurare l'impronta ESNT dei propri acquisti. Tale progetto prevede la creazione di una o più start-up in collaborazione con l'Università di Bari e la Strathmore University di Nairobi (Kenya) e che sarà allargata ad altre Università, Istituzioni ed aziende, cui delegare lo svolgimento delle opportune attività di ricerca e la realizzazione della piattaforma informatica e della app.
- Il secondo progetto, volto a facilitare l'interscambio tra Italia ed Africa Orientale, prevede invece la creazione di un Confidi, organo mutualistico finalizzato al rilascio di garanzie in favore degli associati, alla condivisione quindi del rischio ed alla facilitazione dell'accesso al credito. In questo secondo gruppo di attività che porterà anche il coinvolgimento dell'African Development Bank in qualità di co-finanziatore - anche di singoli progetti - o facilitatore nel reperimento di mezzi finanziari. Il progetto nella sua globalità avrà avvio nel corso del mese di Febbraio 2017 e vedrà la sua progressiva realizzazione in funzione dei tempi tecnici richiesti per ciascuna delle attività previste. Hanno già dato il consenso a partecipare all'associazione l'Università di Bari e il Consolato del Kenya a Milano, mentre il Ministero degli Affari Esteri ha dato adesione una volta espletato l'iter formale previsto e sono in corso contatti per il coinvolgimento diretto di Confindustria. Viene infine considerato probabile l'intervento dell'African Development Bank, con le modalità e forme che verranno discusse e definite in corso di realizzazione del progetto.



In tal modo vorrei portare il mio contributo di banchiere che viene dal settore della finanza verso nuove direzioni, con l'obiettivo di arricchire il "Made in Italy" del futuro, che crei una nuova imprenditorialità che sia sostenibile ed attenta alle nuove tecnologie sia in tema di finanziamento che di misurazione dell'impronta ecologica non solo delle aziende, ma anche dei consumatori e che così gli permetta di rimanere leader e vicino allo sviluppo sostenibile e aiuti alla creazione di posti di lavoro e aziende per le nuove generazioni.