



*Discorso di Francesco Confuorti in occasione del Meeting organizzato dalla Rivista
"Formiche"*

il 17 marzo 2016

Il contributo di Advantage Financial all'analisi del nesso tra impronta ecologica delle aziende e costo del debito

In questo intervento vorrei riassumere le mie idee sul rapporto tra l'impronta ecologica delle imprese e il loro costo del capitale. Sono un operatore del mercato piuttosto che un accademico, ma ho sempre interagito con questi ultimi, a partire dal mio primo mentore dei miei anni a Chicago, il prof. Rudi Dornbusch, che mi diceva "Francesco, con gli altri faccio l'accademico, con te lavoro!".

Da qualche anno, direi dal 2012, mi domando come sposare l'ecologia e la finanza. 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, 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, piuttosto che per il costo del capitale. 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). L'altra area sensibile è quella delle centrali elettriche, che sono sparse in tutto il paese. La recente disputa tra Greenpeace ed Enel sulla prevista costruzione di nuove centrali a carbone da parte di quest'ultima è quella che fa maggior notizia per chi è attento a questi sviluppi. 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 apprezzato dal mercato finanziario? E' naturale pensare che questo rischio debba essere valutato dal mercato credito e non da quello azionario. Nel corso degli anni, 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, nel tempo libero, 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 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 impresa 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 dell'energia, settore, che implicherebbe un rating più conservatore. Abbiamo 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 bene.

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 dati 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, in quanto sono messi a disposizione dall'Agenzia Europea dell'Ambiente. Abbiamo poi aggregato questi dati a livello di stabilimento a livello di business unit facendo corrispondere i dati dell'impianto con i dati del report annuali per le 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. Questo conferma i nostri risultati per un legame positivo tra l'impronta ecologica e il costo del debito del precedente studio.
- 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 troviamo alcun impatto discernibile. Alcuni settori, come i metalli, chimica e acciaio hanno un numero molto piccolo di osservazioni.
- 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, la copertura di interesse 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 sorprendentemente migliore, lungo entrambe le dimensioni, rispetto alle numerose aziende del settore acquisite dal 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 attivista verdi, e sempre più dei fondi di investimento che sono sensibili alla sostenibilità.
- 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 misurata dalla probabilità di default a-la-Merton. Questi risultati sono interessanti perché si confrontano con la pessima performance economica e 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 è dovuto non solo ai sussidi economici che questo tipo di generazione gode, ma anche al crescente impatto delle economie di scala del costo unitario delle energie rinnovabili.

Prossimi passi

Per il futuro, prevediamo di focalizzare l'analisi sul settore delle costruzioni e delle infrastrutture, che sono fondamentali sia per la creazione di una maggiore crescita e anche per migliorare il sempre più obsoleto stock di capitale in Europa. Senza alcun progresso nella gestione della salute del pianeta, e negli aspetti logistici ed in generale nell'economia delle cose, in contrapposizione all'economia di bit, nonché nella ricerca di



nuove aree di interazione tra i due mondi, come nella nuova internet delle cose, le prospettive di crescita per l'Europa sarebbero davvero modeste.

Sono certo che una maggiore conoscenza di come l'impronta ecologica delle imprese incide sul costo del capitale, e più in generale come possiamo usare la finanza innovativa per ridurre tali impronta ed incentivare la crescita è una via importante per la creazione di un mondo migliore per i nostri figli.

Grazie