

Quanto impatta la sostenibilità sul costo del capitale

di Alessandra Caragnano*



© SHUTTERSTOCK - LEMONO

La creazione del valore aziendale è obiettivo primario e permanente. Tuttavia, negli ultimi anni si è assistito a una progressiva attenzione sia da parte degli investitori sia delle imprese in merito all'adozione e all'attuazione di decisioni e strategie ad alto impatto sociale e ambientale¹. Tale circostanza è strettamente connessa alle dirompenti tendenze e cambiamenti in atto. Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, al cambiamento climatico, ai processi di transizione energetica e alla disuguaglianza sociale².

In tale scenario, il concetto di creazione del valore assume un nuovo connotato, ovvero, la condivisione del valore inteso come bene comune che intende diffondere strategie e modelli di business volti al raggiungimento di creazione di valore nel lungo periodo per tutti gli stakeholder (intesi come portatori di interessi) coinvolti. Tuttavia, affinché si verifichi quest'ultima assunzione è necessario che le strategie e i modelli siano strutturati e gestiti in una vision ampiamente sostenibile per massimizzare tutte le diverse tipologie di capitale, si pensi a quello ambientale, sociale, culturale ed etico. Contestualmente anche i processi valutativi aziendali volgono all'integrazione di elementi afferenti alla sfera ESG pur restando fedeli agli approcci tipici e presenti in letteratura, si pensi in particolar modo al DCF (Discounted Cash Flow) che consente di stimare il valore economico dell'impresa in funzione del valore attuale dei flussi di cassa attesi³. Tale metodologia si fonda sui flussi di cassa attualizzati ed è rappresentata da una funzione con tre variabili fondamentali: l'entità del flusso di cassa per il periodo considerato, il valore terminale dell'azienda, il tasso di attualizzazione.

* Alessandra Caragnano è Junior Researcher presso SDA Bocconi.

© Eggea SpA - TUTTI I DIRETTI SONO RISERVATI

IL DISCOUNTED CASH FLOW

A tal proposito, i fattori ESG possono generare un impatto su ciascuna delle variabili utilizzate nella determinazione del DCF, ovvero:

- il *tasso di attualizzazione dei flussi di cassa*: uno dei più rilevanti fattori che influenzano il tasso di attualizzazione è il premio legato al rischio. Tra le varie forme di rischio, i rischi ESG sono variabili, con un peso crescente nell'incidere sulla performance dell'azienda, specie in un'ottica di lungo periodo;
- il *terminal value*: una componente rilevante è la capacità di innovazione, di prodotto o di processo che rappresenta un segnale di come l'impresa possa collocarsi nel mercato negli anni a seguire, vale a dire la sua capacità di adattarsi e/o anticipare i trend;
- i *flussi di cassa*: intesi come i flussi che l'impresa sarà in grado di generare in un orizzonte previsionale esplicito ed è legata a una previsione analitica; le variabili ESG possono qui incidere in misura relativamente minore, ma è opportuno tenerne conto nell'ambito del piano analitico dei flussi, specie laddove risulti necessario o ragionevole effettuare investimenti utili per il perseguimento degli obiettivi.

Pertanto, posto che i piani e le strategie orientate alla creazione del valore nel lungo periodo (Long Term Value Creation-LTVC) sono oramai ampiamente accettati e perlopiù condivisi nelle vision aziendali, risulta indispensabile anche proporre modelli operativi e attuare strategie volte alla diversificazione delle fonti di finanziamento che possano generare ricchezza incrementale sia a carattere economico-finanziario sia sociale. Quest'ultimo aspetto, in particolar modo, assume una prospettiva interessante poiché il tema

della diversificazione delle fonti di finanziamento è un tassello imprescindibile se contestualizzato all'interno di una buona ed efficiente gestione economico-finanziaria delle imprese. Così come suggerito da Brealey, Myers & Sandri le scelte in merito alla composizione della struttura del capitale hanno ripercussioni nel lungo periodo ed è pertanto estremamente importante effettuare delle valutazioni mirate per intraprendere le migliori decisioni⁴. In tal senso, è da considerare il tema della flessibilità finanziaria intesa come la capacità dell'impresa di convogliare l'utilizzo delle risorse finanziarie in modo coerente con gli obiettivi aziendali, quest'ultimi sono strettamente connessi con l'ambiente in cui opera e svolge un ruolo centrale⁵.

TUTTI I VANTAGGI DELLA SOSTENIBILITÀ

La letteratura in questi anni si è dimostrata foriera di spunti e riflessioni, taluni studiosi hanno documentato che le imprese a cui è associata un'elevata ESG performance hanno un accesso facilitato al mercato dei capitali. Analogamente, nel 2014 altri autori hanno dimostrato che le imprese con prestazioni CSR migliori sono soggette a minori vincoli e limiti per la raccolta dei capitali poiché si assiste contestualmente a costi di agenzia inferiori, un maggior coinvolgimento degli stakeholder e maggiore trasparenza.

Sempre sullo stesso filone di ricerca alcuni studiosi sono giunti alla conclusione che gli istituti di credito ripongono particolare attenzione all'esposizione al rischio ambientale nella valutazione del profilo di rischio complessivo delle imprese⁶; ulteriori studi hanno messo in luce che i costi derivanti da comportamenti eco-



logicamente irresponsabili non conformi agli standard e regolamenti richiesti possono influire negativamente sulla capacità di rimborso dei debiti e probabilità di default. La maggior parte dei contributi sono focalizzati sull'impatto del rischio ambientale e sul costo del finanziamento del debito, le evidenze dimostrano che pratiche irresponsabili (come emissioni di gas serra GHG, inquinamento delle acque ecc.) determinano un aumento del costo del debito⁷.

Allo stesso tempo, anche gli investitori orientati al capitale di rischio sono sempre più sensibili e attenti alle tematiche ambientali nelle decisioni afferenti all'allocazione dei capitali. Per quanto concerne il costo medio ponderato del capitale (WACC) in un lavoro di Sharfman e Fernando del 2008 si dimostra che a una migliore gestione del rischio ambientale è associata una riduzione del WACC, tale circostanza è connessa ad una ridotta percezione della rischiosità legata ai flussi di cassa come conseguenza della gestione dell'*environmental risk management*⁸. Nel 2018 Park ha studiato la possibile relazione esistente tra rischio di cambiamento climatico (misurato in termini di emissioni di GHG e consumi energetici) e il costo medio ponderato del capitale, le loro evidenze scientifiche dimostrano che le imprese esposte a un maggior rischio legato al cambiamento climatico sono le stesse che non possono

beneficiare di un costo del capitale ridotto. Infine nel 2019 Lemma *et al.* hanno proposto una prospettiva interessante, ovvero, la relazione tra le emissioni di CO₂ e la disclosure volontaria dimostrando che quest'ultima rappresenta un elemento utile nella riduzione del costo del capitale⁹.

I TRE POSSIBILI SCENARI

Cornell e Damodaran nel 2020 con il paper «Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?» propongono i tre seguenti scenari alternativi riguardanti l'effetto delle grandezze ESG sul metodo di valutazione DCF¹⁰:

- *circolo virtuoso*: benefici in termini di flussi di cassa e tasso di attualizzazione associati a un'adeguata disclosure e adesione alle grandezze ESG, perché è preferibile essere ESG (Figura 1);
- *scenario punitivo*: in che modo il mercato «punisce» in termini di flussi di cassa e tasso di attualizzazione le aziende senza adeguata disclosure e adesione alle grandezze ESG, perché è preferibile essere ESG (Figura 2);
- *scenario distopico*: benefici in termini di flussi di cassa e tasso di attualizzazione associati all'assenza di disclosure e di adesione alle grandezze ESG, perché è preferibile non essere ESG (Figura 3).

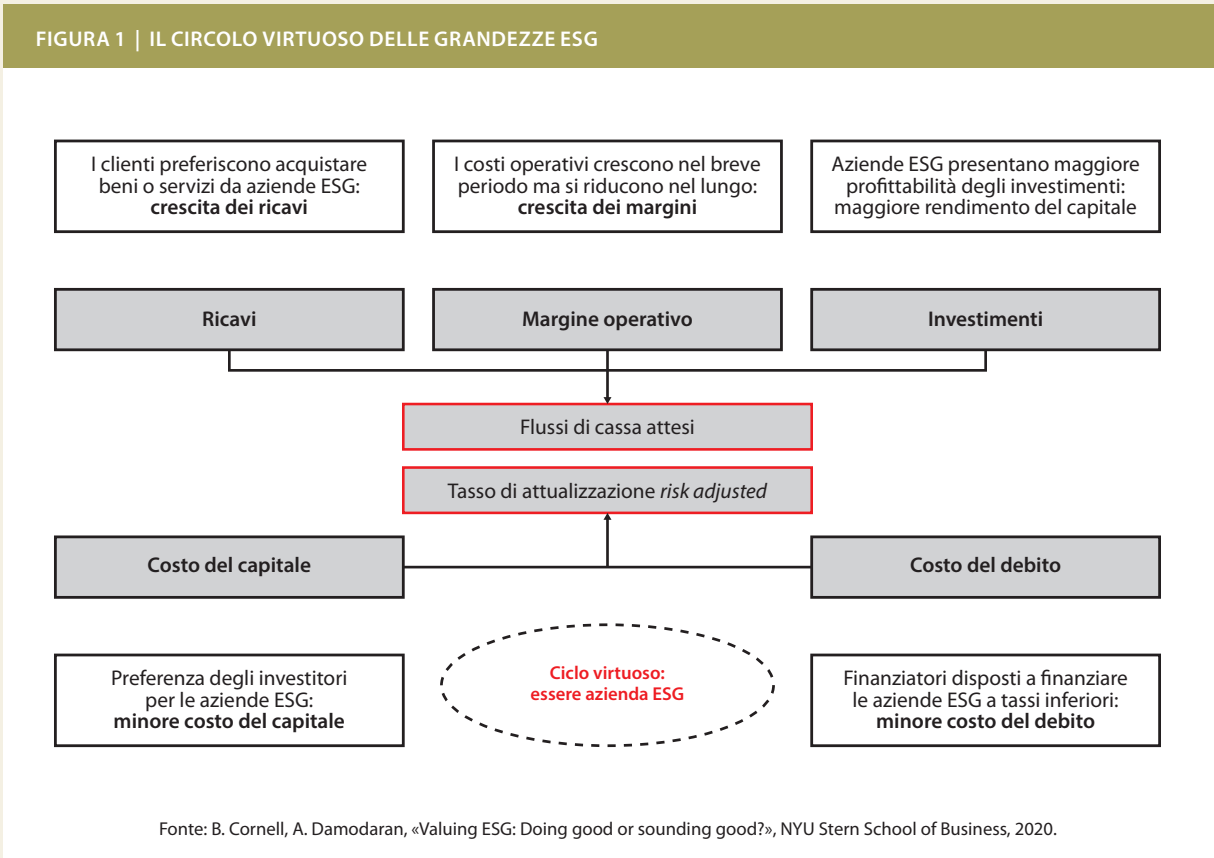
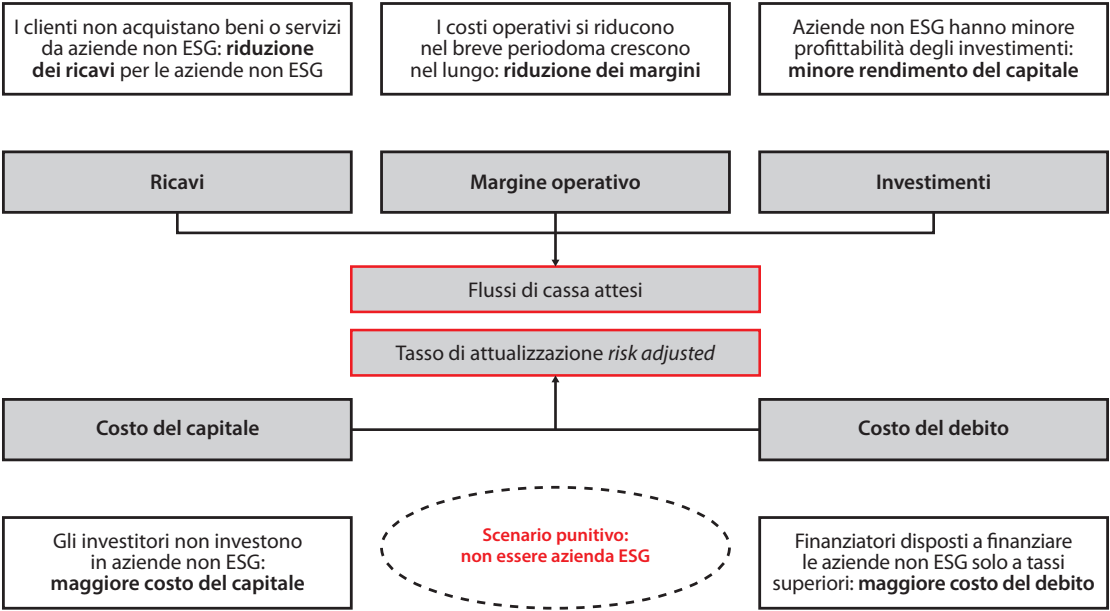
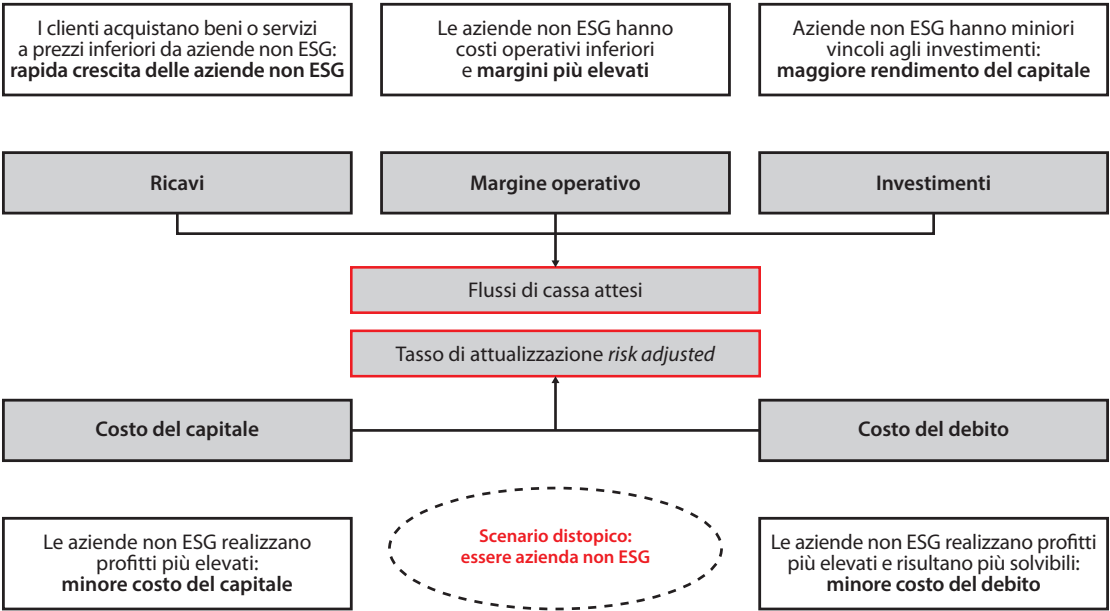


FIGURA 2 | LO SCENARIO PUNITIVO DELLE GRANDEZZE ESG



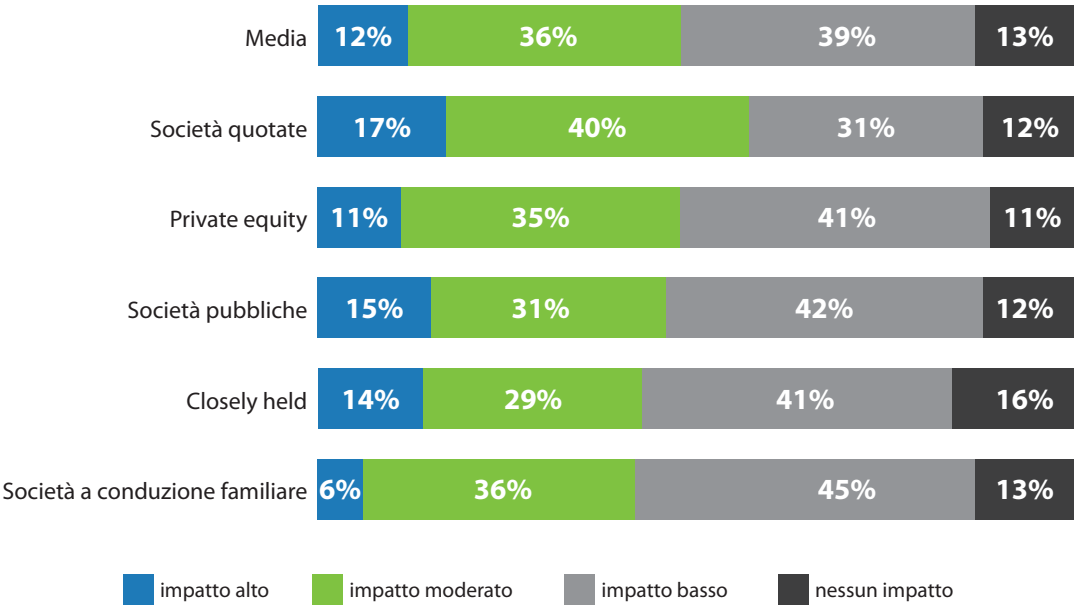
Fonte: B. Cornell, A. Damodaran, «Valuing ESG: Doing good or sounding good?», NYU Stern School of Business, 2020.

FIGURA 3 | LO SCENARIO DISTOPICO DELLE GRANDEZZE ESG



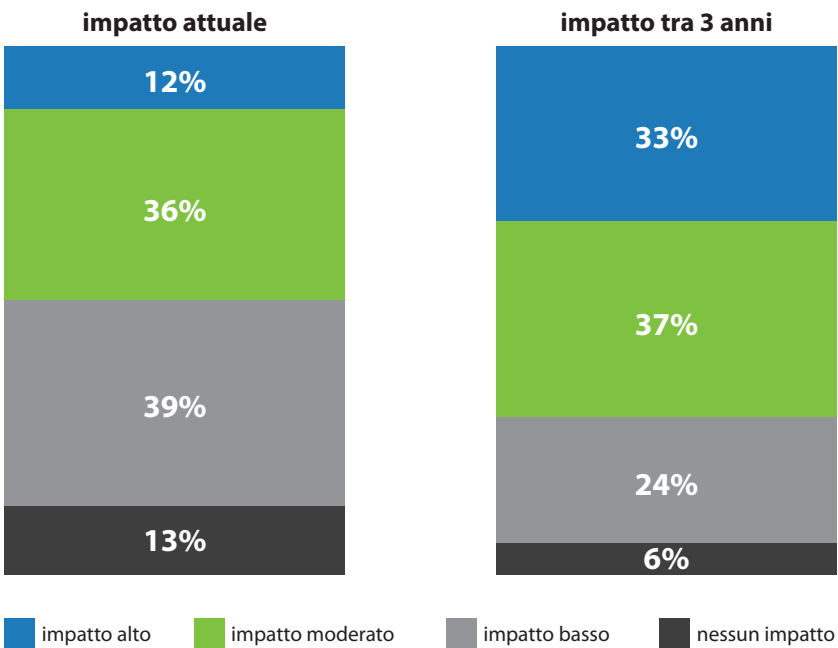
Fonte: B. Cornell, A. Damodaran, «Valuing ESG: Doing good or sounding good?», NYU Stern School of Business, 2020.

FIGURA 4 | L'IMPATTO DELLA PERFORMANCE ESG PER LE IMPRESE



Fonte: Deloitte European CFO Survey, Spring 2020.

FIGURA 5 | L'IMPATTO DELLA PERFORMANCE ESG PER I CFO



Fonte: Deloitte European CFO Survey, 2020.

LA POSIZIONE DEI CFO

In una pubblicazione di Deloitte del 2020¹¹ si segnala che la maggior parte dei CFO – all'incirca l'87 per cento – ritiene che i fattori ESG abbiano un particolare impatto sul costo del capitale. L'aspetto interessante è che vi è una significativa differenza tra le imprese quotate e quelle che diversamente non lo sono o addirittura sono a conduzione familiare (Figura 4). In particolare quasi il 60 per cento dei CFO di società quotate segnalano che le performance ESG hanno senza dubbio un impatto sul costo del capitale, ma solo il 42 per cento sono imprese a conduzione familiare. Tale divario è evidente soprattutto quando imprese *comparable* (per esempio in termini di ricavi annuali) sono sottoposte a confronto. Pertanto, le performance ESG sembrerebbero essere meno rilevanti per le società non quotate in quanto manifestano un minor grado di dipendenza dai mercati finanziari.

Lo scenario assume una connotazione diversa qualora l'orizzonte temporale è almeno di tre anni, nell'in-

tero campione considerato, il 48 per cento dei CFO auspica che la performance ESG abbia un impatto moderato o elevato; oltre un CFO su tre (il 70 per cento) prevede che l'impatto ESG sarà elevato nel prossimo futuro.

Il 20 per cento dei CFO che attualmente non riescono a percepire l'impatto ESG ritengono che tra tre anni lo scenario sarà ribaltato (Figura 5).

Focalizzando l'attenzione al campione di indagine in una prospettiva di settore, emergono differenze interessanti, i CFO nel settore dell'energia e dei servizi pubblici sono maggiormente propensi nell'individuare una relazione significativa tra fattori ESG e costo del capitale.

In conclusione, l'integrazione del costo del capitale nelle valutazioni e nelle strategie aziendali consente da un lato di coniugare aspetti economico-finanziari e aspetti tipici della sostenibilità; dall'altro rappresenta una priorità assoluta per le imprese nel lungo termine¹².

¹ R.G. Eccles, I. Ioannis, G. Serafeim, «The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance», *Harvard Business School Working Paper 12-035*, 2013.

² L. Kurznack, D. Schoenmaker, W. Schramade, «A model of long-term value creation», *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2021, pp. 1-19.

³ M. Dallochio, A. Salvi, *Finanza d'Azienda*, Milano, Egea, 2021.

⁴ R. Brealey, S. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2011.

⁵ A. Gamba, A. Triantis, «The Value of Financial Flexibility», *Journal of Finance*, 63(5), 2008, pp. 2263-2296.

⁶ N. Raimo, A. Caragnano, M. Zito, F. Vitolla, M. Mariani, «Extending the Benefits of ESG Disclosure: The Effect on the Cost of Debt Financing», *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 2021, pp. 1412-1421.

⁷ P. Kumar, M. Firoz, «Corporate Carbon Intensity Matter: Predicting Firms' Financial Performance», *SCMS Journal of Indian Management*, 15(4), 2018.

⁸ M.P. Sharfman, C.S. Fernando, «Environmental Risk Management and the Cost of Capital», *Strategic Management Journal*, 29(6), 2008, pp. 569-592.

⁹ T.T. Lemma, M. Feedman, M. Mlilo, J.D. Park, «Corporate Carbon Risk, Voluntary Disclosure, and Cost of Capital: South African Evidence», *Business Strategy and the Environment*, 28(1), 2019, pp. 111-126.

¹⁰ B. Cornell, A. Damodaran, «Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?», *NYU Stern School of Business*, 2020.

¹¹ «Deloitte European CFO Survey», 2020.

¹² «Navigating the Energy Transition from Disruption to Growth», *Deloitte*, 2020.

IN SINTESI

- Il concetto di creazione del valore ha di recente assunto un nuovo connotato, ovvero la condivisione del valore per tutti gli stakeholder coinvolti. Affinché questo si verifichi, è necessario che le strategie e i modelli aziendali siano strutturati e gestiti in una vision ampiamente sostenibile in termini ambientali, sociali, culturali ed etici.
- Le imprese a cui è associata un'elevata ESG performance hanno un accesso facilitato al mercato dei capitali. Questo dimostra i grandi vantaggi per le organizzazioni legati al tema della sostenibilità.
- Pur con una significativa differenza tra le imprese quotate e quelle che non lo sono o sono a conduzione familiare, una recente ricerca di Deloitte ha dimostrato come l'87 per cento dei CFO ritiene che i fattori ESG abbiano un particolare impatto sul costo del capitale, mentre quasi la metà (48 per cento) auspica che la performance ESG abbia un impatto moderato o elevato sul medio periodo.