



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Amministrazione Finanza e controllo
Classe di laurea LM-77 (Scienze economico-aziendali)

Tesi di Laurea

Investimenti ESG: trait d'union tra i nuovi obiettivi dei fondi di private equity e le esigenze dell'imprenditore

Relatore

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Correlatore

Ch. Prof. Mantovani Guido Massimiliano

Laureando

Filippo Maria De Zordi
Matricola 856184

Anno Accademico

2019 / 2020

*Ringrazio la mia famiglia e la mia ragazza
per avermi sostenuto durante il mio percorso di studio.*

*“Il successo non è mai definitivo,
il fallimento non è mai fatale;
è il coraggio di continuare che conta.”*

Sir Winston Churchill

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO I - PRIVATE EQUITY.....	5
1.1 Introduzione	5
1.2 Origini del private equity	7
1.2.1 Stati Uniti d’America.....	7
1.2.2 Europa	9
1.2.3 Italia.....	11
1.3 Caratteristiche generali private equity	16
1.3.1 Introduzione alle principali caratteristiche del private equity.....	16
1.3.2 Le operazioni di avvio.....	19
1.3.3 Le operazioni di expansion capital e/o di accompagnamento alla quotazione in borsa	23
1.3.4 Le operazioni buy out	27
1.4 Situazione attuale mercato private equity dal 2015 ad oggi	32
CAPITOLO II - PRIVATE EQUITY SOSTENIBILE.....	39
2.1 Introduzione al segmento di private equity sostenibile.....	39
2.2 Perché il private equity può “assorbire” il rischio legato ai temi ESG.....	40
2.3 Evoluzione del contesto socioeconomico europeo	44
2.4 Finanza sostenibile, caratteristiche e sviluppo	50
2.5 Valutazione investimenti ESG	52
2.6 Private equity sostenibile	56
2.5.1 Criteri utili per delineare gli investimenti sostenibili.....	56
2.5.2 Soggetti attivi e passivi degli investimenti sostenibili.....	60
2.5.3 L’integrazione dei criteri ESG nel processo di investimento	66

2.5.4	Valutazione private equity sostenibile.....	70
2.7	Panoramica del mercato di private equity sostenibile.....	78
CAPITOLO III – VANTAGGI FISCALI INVESTIMENTI ESG.....		81
3.1	Introduzione	81
3.2	Fondo crescita sostenibile – Legge di Bilancio 2020	82
3.3	Credito d'imposta formazione	85
3.4	Ricerca e Sviluppo Economia Circolare	89
3.5	Credito d'imposta ricerca e sviluppo, Innovazione e design	92
3.6	Legge di Bilancio 2021	97
3.7	Tabella riassuntiva agevolazioni Investimenti ESG.....	101
3.8	Simulazione investimento	103
CAPITOLO IV – VALUTAZIONE IMPATTO INVESTIMENTI ESG		109
4.1	Introduzione	109
4.2	Investimenti ESG: impatto nella valutazione finanziaria DCF	110
4.2.1	Investimenti ESG: variazioni numeratore flussi di cassa	115
4.2.2	Investimenti ESG: variazioni denominatore flussi di cassa.....	120
4.3	Il premio ESG: nuove prospettive sul valore e prestazioni	125
4.4	Analisi AIFI: “private capital e sostenibilità”	130
4.5	21 Invest Spa	134
4.5.1	Case study: Farnese Vini Srl	137
4.5.2	Case study: Forno d'Asolo	140
4.6	Valutazione impatto private equity – Farnese Vini Srl	143
4.7	Valutazione impatto private equity – Forno d'Asolo Spa.....	151
CONCLUSIONE.....		161
APPENDICE A		164
APPENDICE B		170
BIBLIOGRAFIA.....		176

INTRODUZIONE

Lo studio vuole proporre un'analisi polivalente (tema aziendale, fiscale e finanziario) utile a un qualsiasi imprenditore che volesse ricercare capitale per sviluppare una nuova impresa o accrescere la propria realtà tramite uno sviluppo sostenibile.

Diversi articoli del Sole 24 ORE mostrano come i temi ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) siano sempre più ricorrenti, tra cui a titolo esemplificativo sono riportati:

- “L'appello dei gestori per una patente ESG: troppa confusione” 5 febbraio 2020;
- “Investindustrial punta sul ESG per le controllate” 5 marzo 2020;
- “Coima Sgr lancia il primo fondo ESG con le casse Adepp” 8 luglio 2020;
- “Clienti private in cerca di scommesse ESG” 14 luglio 2020.

Questi articoli evidenziano come l'integrazione dei temi ESG sia diventata sempre più un criterio di preferenza fra i diversi fondi di private equity nelle future pianificazioni finanziarie e strategiche. In seguito, si vuole descrivere come questo scenario possa svilupparsi e impattare nelle diverse realtà locali composte da piccole e medie imprese (PMI).

Se per definizione questi obiettivi generano vantaggi alla comunità circostante l'azienda, è di maggiore difficoltà constatare come essi possano comportare un vantaggio per l'azienda stessa e di conseguenza per i fondi di private equity che investono in essa. L'attuazione di questi temi è erroneamente equiparata ad azioni che comportano essenzialmente maggiori costi ovvero guadagni inferiori, pertanto, verificato che questi temi siano sempre più monitorati dai fondi di private equity lo studio vuole dimostrare come il finanziamento di aziende connesse ai temi ESG non comporti essenzialmente una perdita di remunerazione per gli investitori. Per giungere a tale conclusione, lo studio vuole sostenere che il perseguimento degli obiettivi legati ai temi ESG possa generare un incremento del valore legato a tutto l'ecosistema aziendale, pertanto, vuole fornire una serie di argomentazioni utili a dimostrare che i temi ESG possono generare dei benefici ai tutti portatori di interesse dell'azienda e perciò anche agli investitori sottostanti i fondi di private equity.

La prima parte dello studio vuole fornire una descrizione esaustiva del private equity. Viene descritta in primis una panoramica nel mercato del private equity locale,

evidenziando come questo mercato sia cresciuto nel corso degli anni. In seguito, vengono evidenziate le caratteristiche dei diversi strumenti utilizzati dagli operatori di private equity al fine di condurre lo studio a evidenziare quali strumenti il mercato locale consideri più performanti in relazione al quinquennio preso in analisi, ovvero 2015-2019. La tesi prosegue descrivendo il ramo di private equity orientato ai temi ESG, di seguito chiamato private equity sostenibile. In primis, sarà descritto il nuovo obiettivo europeo posto in seguito al Green New Deal ovvero, come descritto da Ursula von der Leyen, Presidente della Commissione europea, un progetto di trasformazione dell'Europa nel primo continente a impatto climatico zero entro il 2050. Il prosieguo vuole descrivere le caratteristiche di questa area andando a evidenziare le diverse tipologie di investimento intraprese, gli standard ricercati dai nuovi investitori, la presenza di eventuali metriche e indicatori di sostenibilità che possano tramutare una componente non economica in dati empirici valutabili. Il sunto di questo passaggio sarà quello di evidenziare i vantaggi complessivi degli investimenti di private equity sostenibili e lo scenario attuale di questo ramo di mercato.

Se da un lato i vantaggi per i fondi di investimento possono essere di più facile comprensione (investimenti con rischi minori e potenziali ritorni economici maggiori), i benefici per gli imprenditori sono di più difficile intuizione. L'imprenditore potrebbe erroneamente considerare l'investimento ESG come un costo fisso non recuperabile. Lo studio vuole pertanto evidenziare i vantaggi in capo all'imprenditore qualora volesse proseguire o comunque inglobare nella sua azienda investimenti ESG. Avendo già evidenziato come i fondi di private equity considerino detti investimenti cruciali per le loro scelte di investimento, si vuole fornire una panoramica dei vantaggi che l'imprenditore potrebbe beneficiare in seguito a detti investimenti. Verranno evidenziati a livello nazionale le principali iniziative volte ad agevolare gli investimenti ESG, a titolo esemplificativo, verranno discusse le seguenti agevolazioni:

- fondo per la crescita sostenibile;
- bonus ricerca sviluppo e innovazione;
- agevolazioni per investimenti sostenibili;
- contributo a fondo perduto per gli investimenti green.

Dopo aver fornito un quadro informativo complessivo, sia per quanto concerne il mercato del private equity sostenibile, sia per quanto riguarda i vantaggi fiscali ottenibili dall'imprenditore, lo studio vuole fornire ulteriori argomentazioni all'ipotesi sostenuta

ovvero che il perseguimento di questi obiettivi ESG possa generare maggior valore per l'azienda.

Terminata l'analisi dei vantaggi fiscali connessi a tali obiettivi, il quarto capitolo vuole evidenziare come i temi ESG impattino sulla valutazione dell'azienda. In primis verrà fornita una descrizione del metodo utilizzato per calcolare il valore dell'azienda, ovvero il discounted cash flow, successivamente verrà analizzato come i risultati dei temi ESG possano incidere sulla valutazione attraverso tale metodo. Nel dettaglio, sarà data evidenza alle variazioni che concorrono sia sul numeratore dei flussi di cassa sia sul tasso utile all'attualizzazione di questi.

Nel successivo paragrafo sarà analizzato uno studio di McKinsey & Company utile a evidenziare come gli imprenditori valutino il loro coinvolgimento in relazione a questi temi. Nel dettaglio lo studio evidenzia come a distanza di 10 anni, ponendo le medesime richieste allo stesso campione intervistato, siano variate considerevolmente alcune delle loro risposte. Tale studio evidenzia come la maggiore conoscenza in relazione ai vantaggi generati dai temi ESG, abbia indirizzato gli imprenditori a valorizzare diversi fattori nella loro analisi di questi temi.

Terminata detta analisi, lo studio vuole proporre un questionario, fornito nel quaderno sull'investimento nel capitale di rischio di A.I.F.I., ovvero la principale associazione italiana di private equity, il quale evidenzia le principali richieste formulate dagli investitori sottostanti i fondi di private equity. L'utilità di questa analisi vuole essere quella di fornire un quadro di richieste utili all'azienda qualora questa volesse ricercare del capitale attraverso i fondi di private equity. Essere a conoscenza di quali siano le richieste degli investitori sottostanti i fondi di private equity, può permettere all'azienda di allinearsi a dette richieste e ottenere una posizione preferenziale qualora il fondo iniziasse la sua indagine sull'azienda oggetto di investimento.

In conclusione, l'ultimo paragrafo vuole fornire l'analisi di due progetti conclusi da un'importante azienda di private equity locale per argomentare una parte dell'ipotesi di tesi ovvero che i temi ESG, oltre che a generare un beneficio fiscale per l'imprenditore, come evidenziato nel capitolo terzo, possono comportare un ulteriore beneficio per l'azienda stessa e di conseguenza generare rendimenti positivi per i fondi di private equity e gli investitori sottostanti. Nel dettaglio il gruppo di private equity studiato è 21 Invest Spa, la quale da molti anni ha inglobato nella sua due diligence i diversi concetti di sostenibilità legati ai temi ESG. Questo aspetto ha variato significativamente il campione

di aziende presenti nel loro portafoglio andando a creare un insieme di aziende definite “good company”. I progetti analizzati sono:

- l’investimento in Farnese Vini Srl; e
- l’investimento in Forno d’Asolo Spa.

Questi oltre a generare benefici per la comunità locale hanno incrementato il valore delle aziende e generato dei capital gain per il fondo e i suoi investitori.

CAPITOLO I - PRIVATE EQUITY

1.1 Introduzione

*“Voglio aprire una nuova e più breve via nautica verso le Indie in Occidente, sfidare gli elefanti, farvi diventare ancora più ricchi e potenti e ridere dei portoghesi e dei loro blocchi sulle rotte occidentali”*¹. Con queste parole, forse ignaro, Cristoforo Colombo stava siglando quello che potrebbe essere uno dei primi accordi di private equity. Se si analizza questa operazione si può facilmente notare come siano presenti i tratti caratteristici di un contratto di private equity. La proposta di Cristoforo Colombo può essere interpretata come una richiesta di finanziamento per un progetto con un elevato tasso di rischio formulata a degli investitori privati che avrebbero guadagnato dalla riuscita di questo progetto. In tale progetto, il potenziale rendimento superava notevolmente i rischi in quanto una nuova rotta commerciale avrebbe avuto un impatto potenzialmente dirompente sui profitti derivanti dallo sfruttamento di dette nuove rotte. La storia poi fece il suo corso, Colombo non aprì questa nuova rotta, ma scoprì un nuovo continente ripagando l'investimento degli investitori, se pur non con i proventi a priori ipotizzati. La consapevolezza di siglare accordi di questa tipologia si perfezionò negli anni avvenire in quanto l'utilizzo del private equity come strumento per ottenere dei finanziamenti richiese uno scenario socioeconomico differente. Per permettere infatti lo sviluppo di questa tipologia di finanziamento era necessario un quadro giuridico e fiscale differente e ben perfezionato.

Il private equity è lo strumento attraverso il quale degli investitori possono finanziare lo sviluppo di società private e beneficiare dei loro rendimenti. Da quanto detto emerge come la figura imprenditoriale sia centrale nella buona riuscita di un tale progetto di finanziamento in quanto la maggior parte dei proventi che l'investitore può ottenere derivano dalla prosperità della società o progetto in cui è investito il capitale. Con il passare degli anni anche gli inventori hanno acquisito maggiore esperienza si può facilmente affermare che essi abbiano assimilato alcune doti imprenditoriali che gli permettono di valutare con minor asimmetria informativa i progetti a loro proposti, ma

¹ Demaria C.; *Introduction to private equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around*; John Wiley & Sons Inc.; luglio 2013.

anche di poter consigliare alle società o imprenditori finanziati le possibili strategie da percorrere per ottenere il più facilmente l'obiettivo prefissato.

Le caratteristiche che rendono interessante il private equity sono la prospettiva ragionevole e comprovata di acquisire un profitto nettamente più elevato rispetto ai classici investimenti nei mercati finanziari (come, ad esempio, l'acquisto di azioni o obbligazioni quotate) e la possibilità di influenzare con la propria esperienza la buona riuscita del progetto in cui si effettuano gli investimenti. Il premio maggiore è strettamente collegato al fatto che moltissimi progetti finanziati attraverso il private equity non avrebbero potuto ottenere nessuna liquidità attraverso i canali classici proposti dagli istituti di credito².

Un'ulteriore caratteristica che ha enfatizzato il potenziale del private equity è la separazione dell'imprenditore da coloro che apportano capitale di rischio. La separazione dei ruoli degli imprenditori e degli investitori ha indirizzato la strada verso una migliore collaborazione tra il mondo finanziario e quello imprenditoriale. Tale caratteristica permette infatti di ponderare al meglio la futura pianificazione finanziaria e aziendale non andando a intoccare l'oggettività delle scelte da percorrere. Coloro che apportano capitale di rischio sono consci del fatto che l'investimento si potrà ripagare e raggiungerà il suo miglior rendimento in un tempo più o meno lungo pertanto avranno tutte le intenzioni di rimanere in azienda fino a detto momento. Questo interesse si allinea perfettamente con gli obiettivi di massimizzazione dei profitti degli imprenditori, pertanto, anche se l'imprenditore dovrà condividere alcune scelte con gli investitori è consapevole del fatto che gli obiettivi dovrebbero essere sempre allineati.

Si può infine affermare che il private equity abbia influenzato le caratteristiche generali del fare business andando a inserire nello "scacchiere" nuovi protagonisti con diversi interessi che devono coesistere per poter massimizzare il valore dell'azienda e i suoi futuri rendimenti.

Il prosieguo del capitolo vuole fornire in primis una panoramica dello sviluppo di questo mercato, in secondo luogo un'esaustiva descrizione delle caratteristiche di questa tipologia di finanziamento andando a esaminare nel dettaglio l'incremento di questa tipologia di finanziamento nel corso degli ultimi anni e in conclusione come il mercato italiano, composto per lo più da piccole e medie imprese, abbia interagito con questo

² Incorvati L.; *In un anno 3 miliardi alle Pmi dalla finanza alternativa*; Il Sole 24 Ore; 21 novembre 2019.

mercato finanziario ovvero individuare quali strumenti si siano maggiormente integrati al tessuto imprenditoriale italiano.

1.2 Origini del private equity

1.2.1 Stati Uniti d'America

Una tesi alquanto ricorrente sostiene che le prime società di investimento che iniziarono a operare nel mercato del private equity siano americane, nel dettaglio la prima società d'investimento ovvero l'American Research and Development Corp fu fondata nel 1946 a Boston (USA)³. Karl Compton, in quegli anni presidente del MIT, e Georges F. Doriot, professore dell'Università di Harvard, intrapresero il loro percorso attraverso diversi investimenti con un alto tasso di rischio nelle società locali create per sviluppare nuovi strumenti bellici. Il principale successo di ARD è derivato dalla sua decisione di finanziare la richiesta di Kenneth Olsen e Harlan Anderson, tramite l'investimento di 70.000 dollari, per avviare la Digital Equipment Corporation (DEC) una delle aziende pioneristiche del settore informatico negli Stati Uniti d'America.

Un decennio dopo, nel 1958, nacque la prima società sotto forma di partnership. Tali società operano mediante la possibilità di ottenere il proprio capitale da fondi pensione, imprese assicurative, istituti di credito e gruppi industriali. Il vantaggio della partnership si trova nelle diverse agevolazioni fiscali riconosciute e nelle responsabilità limitate dei diversi soci. In quell'anno il Congresso proclamò lo "Small Business Investment Act", emendamento attraverso il quale fu possibile istituire società di investimenti come le società di investimento per piccole imprese (SBIC) e le società di sviluppo certificate⁴. Le Small Business Investment Companies (SBIC) erano società private, ma regolamentate dal governo federale per quanto concerne le strategie di finanziamento. Nel dettaglio tali società sottoscrivevano finanziamenti a tassi vantaggiosi, ma si dovevano impegnare a finanziare solamente società emergenti. Oltre ai vantaggi finanziari legati al tasso di detti finanziamenti queste società di investimento beneficiario di alcune agevolazioni fiscali. A partire dalla loro nascita fino ai giorni nostri, l'attività economica delle Small Business Investment Companies ha creato un "tessuto imprenditoriale" di più di 100.000 realtà

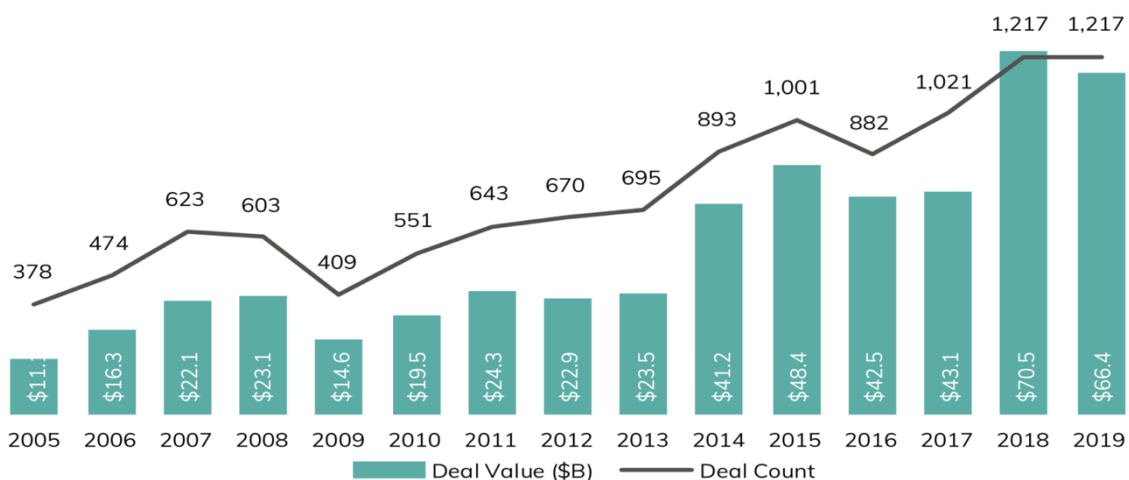
³ MIT Museum: entrepreneurial MIT; *Venture Capital, American Research Development Corporation, 1946*; disponibile nel sito <http://museum.mit.edu/150/78>;

⁴ Small Business Investment Act Of 1958; *Small Business Administration*; https://www.sba.gov/sites/default/files/201903/Small_Business_Investment_Act_1958.pdf.

andando a movimentare un plafond di investimenti superiore ai 12.000 miliardi di dollari.⁵

Nel 1979 lo US Department of Labor esplicitò alcune delle norme contenute nel “Employee Retirement Income Security Act” (EIRSA) ovvero la normativa attinente alla regolamentazione dei fondi pensione. L’intervento sopra riportato ebbe un impatto dirompente in quanto fino ad allora lo stanziamento di risorse prodotte da predetti fondi era precluso all’attività di investimento ad alta propensione al rischio. Dal 1979 infatti grazie all’esplicitazione del US Department of Labor fu possibile impiegare le risorse raccolte dai fondi pensione nelle attività di private equity facendo confluire nel mercato nuove risorse e incrementando esponenzialmente la possibile crescita di nuove imprese. Il periodo di maggior crescita in assoluto fu registrato negli anni Novanta grazie a tre fattori chiave. In primis, in detti anni moltissimi operatori storici uscirono dal mercato liberando una cospicua fetta di mercato per possibili nuovi investitori. In secondo luogo, il positivo andamento della Borsa incrementò l’interesse per la quotazione di moltissime nuove imprese. Infine, in quegli anni moltissime tecnologie fecero la loro comparsa e lo sviluppo di strutture aziendali per sostenerle fece prosperare congiuntamente le società di investimento.

Dagli inizi degli anni 2000 la crescita del mercato di private equity fu costante e salvo una riduzione nel 2009 a causa della crisi economica mondiale ha continuato a crescere fino agli ultimi dati disponibili del 2019.



⁵ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.

Dal grafico sopra riportato si evince che lo slancio per gli investimenti nel private equity ha subito una crescita continua fino al 2019, crescendo molto rapidamente nel decennio. Confrontando la crescita dell'ultimo decennio si nota come il volume di finanziamenti sia più che triplicato passando da 19,5 miliardi nel 2010 a 66,4 miliardi nel 2019⁶.

1.2.2 Europa

L'origine delle prime operazioni di private equity nel vecchio continente sono riconducibili al Regno Unito, Paese che fino al 2018 ha mantenuto il primato di avere la capitale finanziaria globale⁷. Nel 1945 fu fondata con un capitale di 15 milioni di sterline la "3i", ad oggi uno dei più importanti gestori di investimenti internazionali con un core business incentrato sul private equity e infrastrutture⁸.

Se si volesse invece ricercare il primo tentativo di mercato europeo del private equity si dovrebbe collocare tale avvenimento nel 1980 quando il Consiglio europeo emanò degli atti formali che riconobbero l'ostacolo per le piccole-medio imprese, operanti nel settore tecnologico, a ottenere dei finanziamenti.

Successivi passi in avanti verso la creazione di un vero mercato del private equity europeo si riscontrano nell'agosto del 1983 quando fu istituita la European Venture Capital Association (EVCA) con 40 membri provenienti da diversi Paesi Europei: 11 investitori del Regno Unito, 10 dalla Francia, 6 dall'Olanda, 4 dal Belgio, 3 dall'Irlanda, 3 dalla Germania, 2 dall'Italia e 1 dalla Danimarca.⁹

Nonostante queste iniziative, il mercato statunitense risultava essere ancora molto più competitivo rispetto a quello europeo, forte dell'esperienza accumulata e della presenza di moltissime società d'investimento pronte a finanziare le nuove innovazioni tecnologiche. Con la creazione della moneta unica si creò un mercato del debito paneuropeo più consolidato e un ambiente aziendale più competitivo. Tale avvenimento contribuì inoltre a promuovere, più efficacemente, la creazione di un vero e proprio mercato di private equity europeo senz'altro più competitivo se confrontato a quello statunitense. Lo sviluppo di questo mercato è stato trainato dalla forte espansione delle

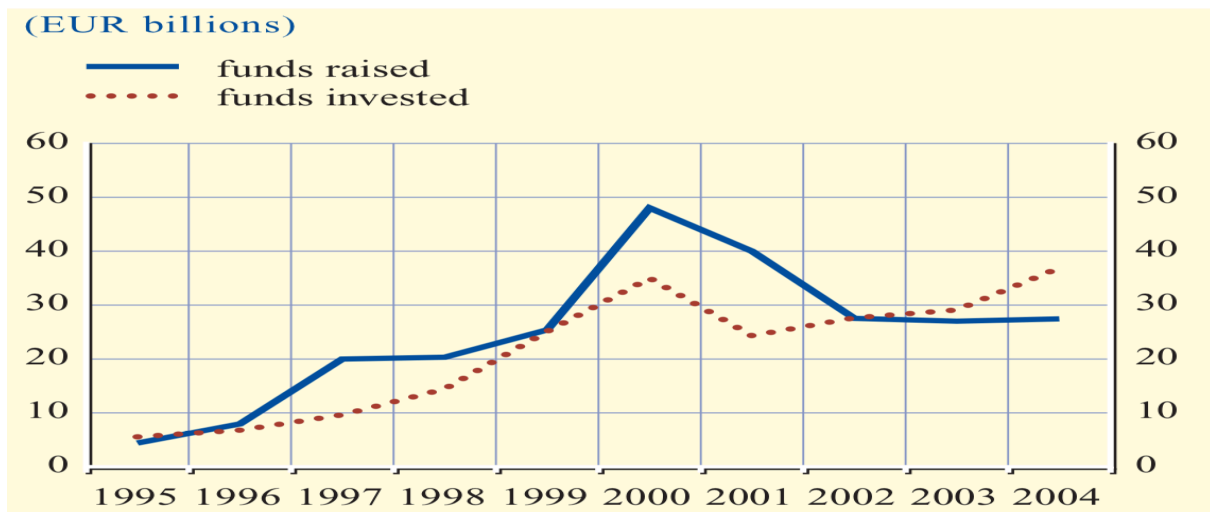
⁶ National Venture Capital Association (NVCA); *NVCA 2020 Yearbook*; disponibile nel sito <https://nvca.org/>;

⁷ Il Sole 24 Ore; *Brexit, New York supera Londra come prima piazza finanziaria globale*; 13 settembre 2018;

⁸ 3i History; <https://www.3i.com/about-us/history>;

⁹ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.

industrie ad alta tecnologia alla fine degli anni '90 e 2000. In detto periodo si registrarono infatti moltissimi finanziamenti volti a favorire la nascita di nuove aziende europee¹⁰.



Come si evince dal grafico riportato nel bollettino settimanale di ottobre 2005 della Banca Centrale Europea, a seguito del calo dei corsi azionari nel 2000 e nel 2001, l'attività sul mercato europeo del private equity è diminuita, tra il 2002 e il 2004 invece i fondi raccolti dalle società di private equity si sono stabilizzati a un livello abbastanza elevato di circa 27 miliardi di euro all'anno¹¹.

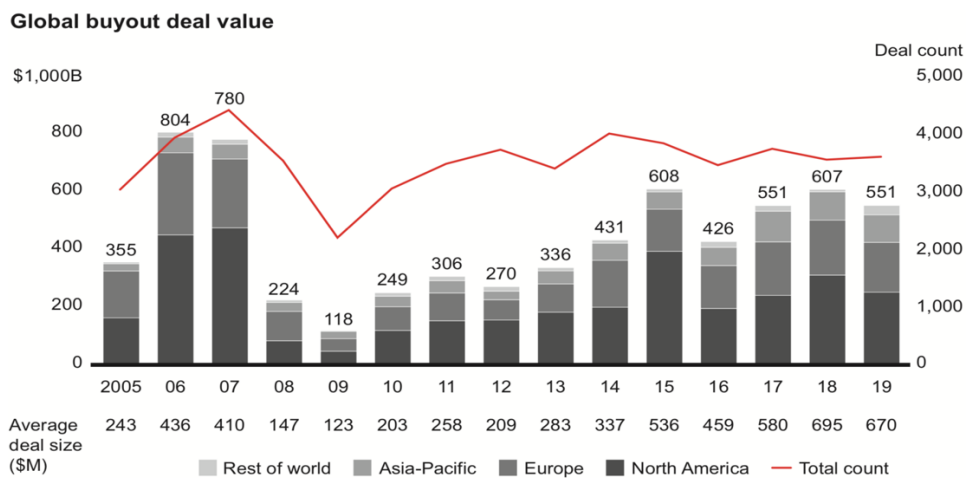
In estrema sintesi, come evidenziato anche dal grafico, nel decennio 1995-2004 ci fu una generale crescita del mercato del private equity la quale subì un forte rallentamento durante la crisi del 2008. Tale crisi, come illustrato anche nel paragrafo precedente, ha impattato l'intero mercato finanziario globale, pertanto, il rallentamento verificatosi in quegli anni in Europa non fu dovuto a cause strettamente collegate al mercato del private equity, ma bensì tale mercato fu influenzato negativamente dall'intera crisi del mercato finanziario.

In conclusione, confrontando il mercato del private equity europeo con quello presente negli Stati Uniti si evince che quest'ultimo perde la sua predominanza di volumi all'inizio del ventunesimo secolo. Nel dettaglio un'analisi condotta da "Bain & Company", società fondata nel 1973 a Boston, inserita da Forbes Magazine tra le società di consulenza "più

¹⁰ ECB; *THE DEVELOPMENT OF PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL IN EUROPE*; Monthly Bulletin; October 2005;

¹¹ Ibidem.

ambiziose” al mondo¹², mostra come il gap degli anni 90 sia andato a ridursi notevolmente arrivando addirittura ad annullarsi nel 2005¹³.



Il grafico sopra riportato¹⁴ mostra nel dettaglio quanto detto andando a illustrare il rapporto dei diversi volumi di private equity tra continente Asiatico, Europa e Nord America. Un altro dato fornito dal predetto grafico riguarda l’andamento del volume complessivo del mercato di private equity all’interno delle diverse aree. Analizzando il continente europeo si evince come la crisi del 2008 abbia ridotto drasticamente il volume delle operazioni nel mercato¹⁵.

1.2.3 Italia

In Italia, la nascita di un mercato di private equity viene convenzionalmente fissata nel 1986 anno in cui fu fondata l’AIFI (Associazione italiana del private equity e Venture Capital)¹⁶. L’associazione nasce per implementare e coordinare i soggetti attivi sul nuovo mercato italiano del private equity. L’AIFI identifica diverse società e fondi operanti tramite il capitale di rischio, le quali decidono di investire in diverse realtà non quotate. La strategia perseguita dai fondi e dalle società rappresentate dall’associazione, si attua

¹² Barlassina M. Direttore Forbes.it; *Il braccio destro dei leader*; Forbes; 13 Maggio, 2019;

¹³ Bain & Company; *Global private equity Report 2019*; disponibile nel sito www.bain.com;

¹⁴ Bain & Company; *Global private equity Report 2020*; disponibile nel sito www.bain.com;

¹⁵ Ibidem;

¹⁶ AIFI: Associazione Italiana del private equity, Venture Capital e private Debt; <https://www.aifi.it>.

attraverso un'assunzione e una successiva gestione di diverse partecipazioni realizzando un piano di crescita delle relative aziende partecipate.

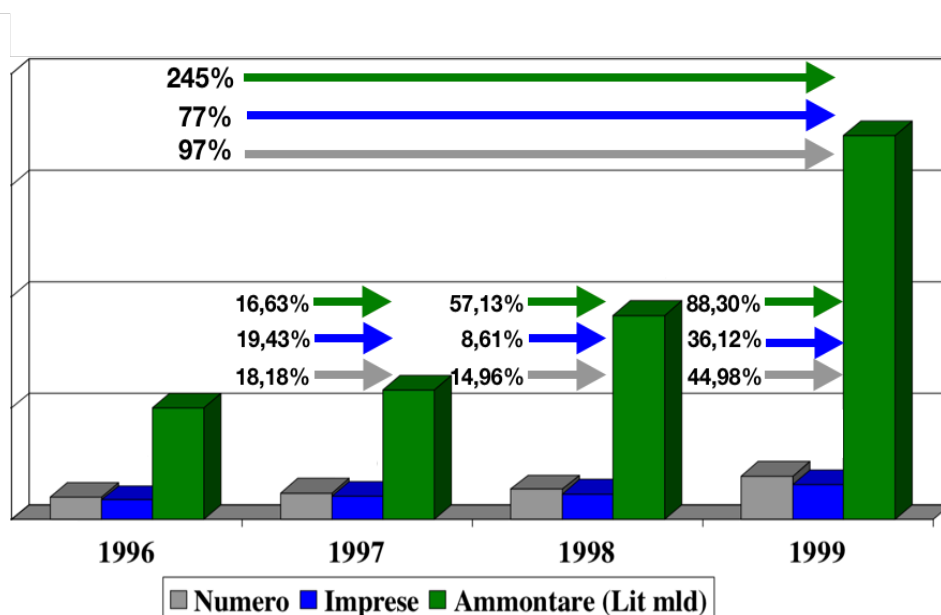
Il 1987 fu un anno molto importante per lo sviluppo del private equity in Italia in quanto il Comitato interministeriale per il credito e il risparmio deliberò la possibilità di operare nel mercato del capitale di rischio alle aziende di credito tramite l'istituzione di società d'intermediazione finanziaria (SIF). Le SIF avevano il compito di "raccogliere" da diverse imprese titoli obbligazionari o azioni per poter partecipare, seppure in posizione di minoranza, al capitale di rischio di dette imprese.

Il quadro normativo che disciplinava il mercato del private equity rimase invariato fino al 1993 anno in cui fu emanato il Testo Unico in materia bancaria. Il mercato del private equity fu influenzato da questo testo normativo in quanto la disciplina delle SIF sopra descritte venne inserita al suo interno.

Un altro anno importante per lo sviluppo del private equity in Italia fu il 1994 in quanto in quell'anno, precisamente il 14 agosto, fu emanata la Legge n. 344 che istituì dei fondi di investimento mobiliare chiusi.

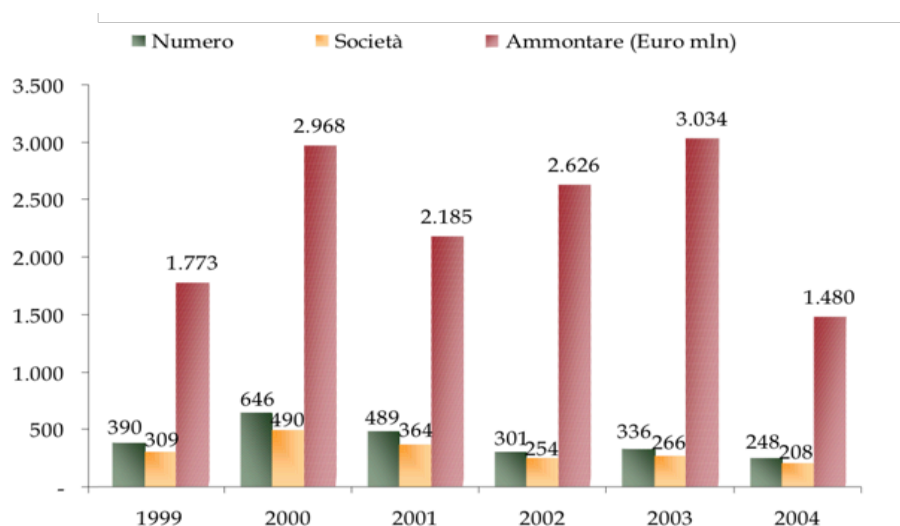
Il quadro normativo subì un'ulteriore modifica nel 1997 in seguito a una riforma fiscale e strutturale del mercato finanziario locale¹⁷.

Per valutare lo sviluppo del mercato di private equity l'AIFI produce annualmente dei documenti di analisi che mostrano l'andamento in questo determinato mercato.



¹⁷ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.

Come si evince dal grafico sopra riportato in seguito alla modifica generale del quadro fiscale/strumentale del mercato finanziario avvenuta nel 1997, ma presumibilmente entrata a pieno regime l'anno successivo, il volume complessivo di investimenti è aumentato nettamente¹⁸. Dai dati riportati nel grafico fornito dall'A.I.F.I. del 1999, il quale analizza il quadriennio 1996-1999, si nota come l'incremento registrato risulti pari al 245%. Il medesimo grafico fornisce un quadro illustrativo anche sul numero di imprese interessate e sull'ammontare complessivo delle operazioni effettuate: il numero di operazioni compiute negli anni ha effettuato una crescita del 97% dal 1996 al 1999 mentre le imprese interessate sono cresciute del 77% nel medesimo periodo analizzato¹⁹.



Il grafico sopra-riportato, fornito dal modello annuale AIFI del 2004, permette di analizzare con più precisione l'aumento del mercato di private equity in Italia. Come si evince dal grafico l'ammontare complessivo di investimenti è aumentato da 1.773 milioni nel 1999 a 3.034 milioni 2003 salvo nel 2004 ridursi ai valori più bassi del quinquennio ovvero 1.480 milioni²⁰. Il calo subito nel 2004 può essere analizzato da due diversi punti di vista: il primo rappresenta una mera analisi dei valori complessivi registrati e conduce ad una valutazione negativa dell'andamento del private equity in quanto tale valore è diminuito; il secondo fornisce un'analisi più strutturata andando a confrontare il rapporto

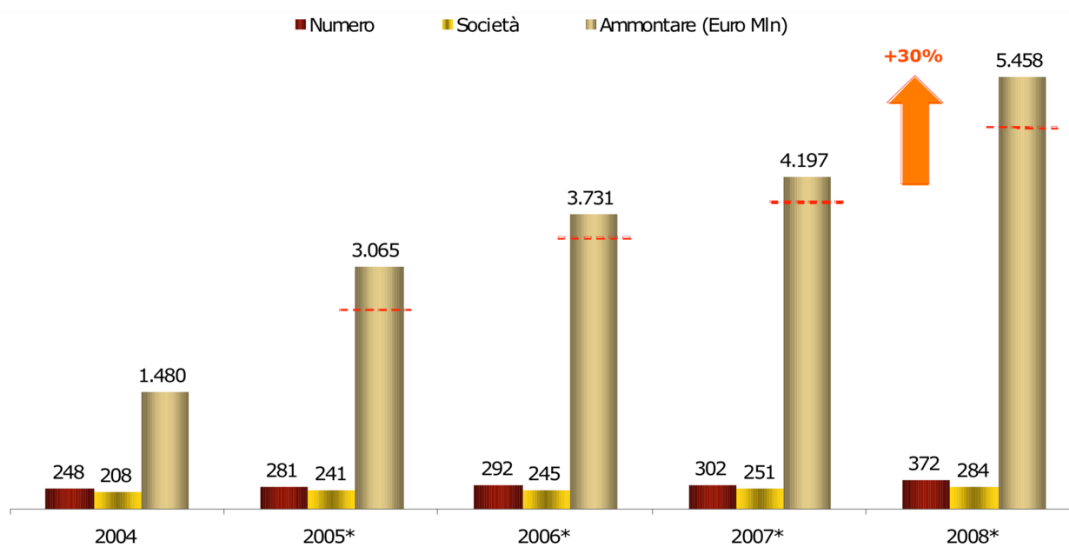
¹⁸ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 1999*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;

¹⁹ Ibidem;

²⁰ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2004*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

tra investimenti complessivi e numero di imprese coinvolte, in questo caso il delta fra il 1999 e il 2004 risulta essere positivo passando da 5,73 a 7,12²¹. I dati forniti dal modello A.I.F.I. mostrano pertanto che nel 2004 vi è stata una riduzione dell'ammontare complessivo di risorse disponibili, ma il valore unitario medio per le società coinvolte non è anch'esso diminuito, anzi è aumentato. L'andamento del numero di operazioni rispecchia il trend dell'ammontare complessivo di investimenti aumentando nel corso degli anni per poi ridursi nel 2004. Situazione analoga anche per il numero di imprese coinvolte nelle operazioni di private equity.

I modelli forniti da A.I.F.I. permettono di tracciare un quadro lineare dell'evoluzione del mercato italiano di private equity. Analizzando il modello fornito per l'anno 2008 si riesce a descrivere l'andamento del quinquennio 2004-2008 ovvero tracciare un quadro del mercato italiano ante crisi finanziaria scoppiata nel 2008. Il grafico sotto-riportato mostra come l'andamento nel quinquennio analizzato sia complessivamente positivo, infatti, l'ammontare complessivo d'investimenti passa da 1.480 milioni a 5.458 milioni²².



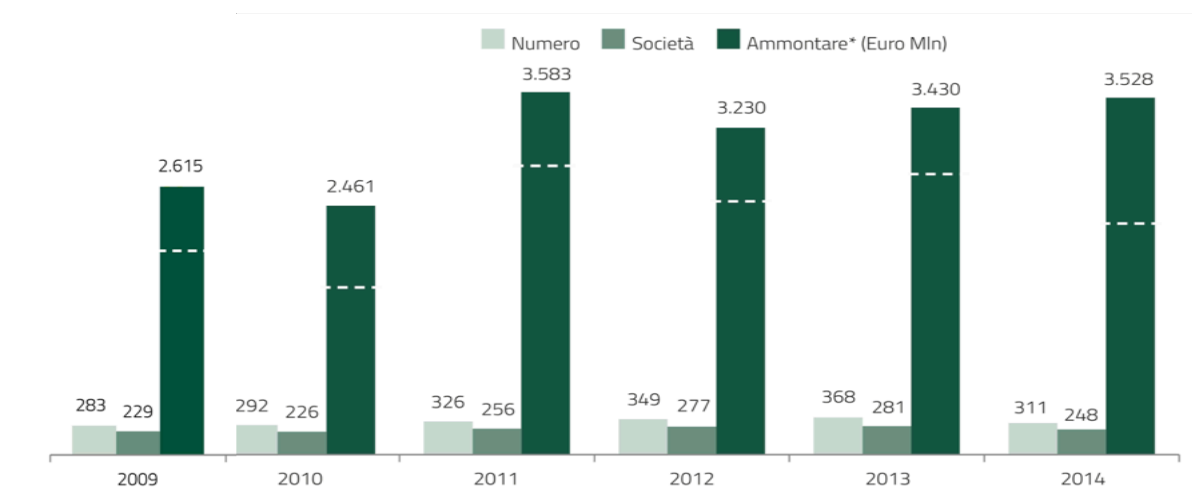
Questo dato analizzato di concerto con la crescita del numero di società coinvolte mostra come il numero di società sia cresciuto in percentuale molto inferiore rispetto all'ammontare complessivo di investimenti. Il numero di società coinvolte infatti è cresciuto del 36,54% mentre l'ammontare complessivo di investimenti è cresciuto del

²¹ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2004*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;

²² A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2008*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

268,78%. Nell'analisi di questo grafico bisogna tuttavia fare due precisazioni: la prima riguarda l'ammontare complessivo di investimenti il quale riporta approssimamene dal 2005 (sopra la linea tratteggiata) anche l'attività di operatori non aventi Advisor formale sul territorio italiano; la seconda riguarda il numero complessivo di operazioni effettuate, infatti, se la numerazione degli investimenti compiuti nel corso del 2008 fosse stata compiuta attraverso la medesima ratio utilizzata anche negli altri anni ovvero ponendo come benchmark le società di gestione e non i fondi gestiti dalle medesime, il numero complessivo di investimenti realizzati risulterebbe 363 e non 372. Per completezza, la medesima analisi condotta nei periodi precedenti mostra come il numero di operazioni e le società coinvolte nel quinquennio riportato nel grafico sia leggermente aumentato infatti il numero di società passa da 208 nel 2004 a 284 nel 2008 mentre il numero di operazioni cresce da 248 nel 2004 a 372 nel 2008. Crescita molto più modesta in percentuale se confrontata a quella dell'ammontare di investimenti complessivi effettuati nello stesso periodo.

La crisi finanziaria del 2008 ha impattato anche nel mercato locale del private equity, come si evince dal grafico sotto-risportato l'ammontare complessivo di investimenti nel 2009 risulta essere pari a 2.615 milioni, valore inferiore ai dati registrati negli anni precedenti²³. Analizzando il trend delle 3 variabili presenti nel grafico per gli anni 2009-2014 si evince come, trascurando il leggero "rimbalzo" avvenuto nel 2011, tutte e tre le variabili considerate (numero di operazioni, società coinvolte e ammontare dell'investimento) sia rimaste pressoché invariate fino al 2014.



²³ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2014*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

Concludendo si fornisce un commento dell'anno 2014 in quanto vuole essere il punto di partenza della successiva e più puntuale analisi del mercato locale del private equity fornita nei seguenti paragrafi. Durante il 2014 sono state compiute 311 nuove operazioni le quali hanno "impattato" 248 società. L'ammontare complessivo di investimenti risulta essere pari a 3.528 milioni di euro. Dal 2014 al 2013 si registra una leggera variazione in aumento del 2,86%, infatti l'ammontare complessivo di investimenti effettuati durante il 2013 era pari a 3.430 milioni di euro. Tale crescita di modesta entità risulta in linea con l'analisi fornita al paragrafo precedente. Subiscono una leggera contrazione invece il numero di operazioni effettuate e le società coinvolte. La prima variabile dal 2013 al 2014 diminuisce del 15,49% mentre la seconda del 11,74%²⁴.

1.3 Caratteristiche generali private equity

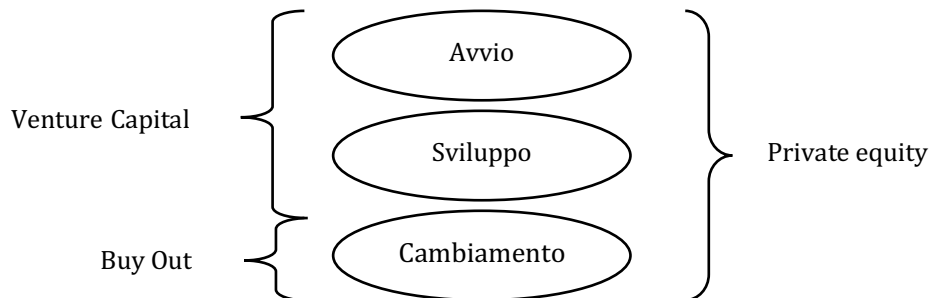
1.3.1 Introduzione alle principali caratteristiche del private equity

Con il termine private equity si inglobano differenti tipologie di investimento, le quali comportano ovviamente differenti tipologie di rapporto tra il soggetto che investe e il beneficiario di detto investimento. La logica di segmentazione delle diverse tipologie di investimento soggiace al differente momento della vita d'impresa in cui detto finanziamento è erogato. È di facile intuizione capire come le diverse fasi del ciclo di vita di una società prevedano differenti strategie le quali possono richiedere risorse completamente diverse. Conseguentemente a quanto detto, i diversi fondi di investimento per offrire la migliore soluzione si sono specializzati e offrono differenti soluzioni a seconda del bisogno della società richiedente.

In estrema sintesi, si può concludere che a ogni diversa fase del ciclo di vita dell'azienda, quest'ultima può cambiare radicalmente e di conseguenza i diversi fondi di investimento devono offrire soluzioni ad hoc combinando il giusto mix di capitale di debito e di competenza manageriali (know-how).

²⁴ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2014*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

Una macro-distinzione, illustrata dal grafico sotto-riportato, mostra come il private equity comprenda due principali sottocategorie a seconda che l'azienda si trovi nella sua fase iniziale, di sviluppo o si trovi in una fase già avviata.



Le due macro-categorie possono poi essere suddivise ulteriormente andando a evidenziare le diverse tipologie di investimento per bisogni specifici.

All'interno del Venture Capitale abbiamo una serie di investimenti volti a finanziare la creazione di un progetto o semplicemente lo sviluppo di un'idea, tra questi a titolo esemplificativo ci sono i seed (finanziamenti dell'idea) oppure gli start up financing (finanziamenti della fase iniziale).

Nella medesima macro-categoria del Venture Capitale sono collocati tutti gli investimenti volti a supportare lo sviluppo e l'implementazione di strategia di crescita già avviate. A titolo esemplificativo sono compresi all'interno di questa categoria operazioni come l'expansion financing o il development capital.

Potrebbe essere di difficile collocamento l'operazione di replacement capital la quale prevede uno sviluppo dell'azienda, ma con una ratio di sostituzione di parte degli azionisti pertanto è più corretto "inserirla" tra le operazioni di buy out ovvero la seconda macro-categoria. Detta categoria comprende le operazioni orientate al mutamento dell'intero assetto proprietario. Tali operazioni si riferiscono sia a cambiamenti manageriali interni sia a cambiamenti manageriali esterni e in molti casi dette operazioni di cambiamento sono eseguite attraverso lo strumento della leva finanziaria. All'interno di quest'ultima categoria vengono altresì comprese le semplici operazioni di turnaround ovvero le operazioni di quotazione in borsa.

A titolo esaustivo è fornita una tabella contenente le principali caratteristiche delle diverse operazioni sopra-citate.

Fase del ciclo di vita	Tipologia di investimento	Quota acquisita	Leva Finanziaria	Rischio	Finalità
Avvio	Seed Start up	Minoritaria o Maggioritaria	No	Molo elevato	Creazione nuovo business o lancio di una nuova società
Sviluppo	Expansion	Minoritaria	No	Elevato	Sviluppo di un nuovo business.
Maturità	Buy Out	Maggioritaria	Si	Moderato	Ricambio generazionale o volontà azionisti di vendere.
Maturità	Replacement	Minoritaria	No	Moderato	Cambio azionista di minoranza non più interessato.
Declino	Turnaround	Maggioritaria	No	Molto elevato	Risolvere situazione di crisi aziendale.

La tabella evidenzia come sia il rischio sia la quota acquisita durante le operazioni di investimento varino a seconda della tipologia di investimento²⁵.

La suddivisione delle tipologie di investimento in diverse categorie, come descritto nei paragrafi precedenti, comporta la necessità per gli investitori di specializzarsi per soddisfare al meglio i bisogni delle società. La conseguenza di tale specializzazione è la nascita di differenti categorie di investitori ciascuno con caratteristiche e propensione al rischio differente.

Una caratteristica comune tra gli operatori del private equity è l'adozione del fondo di investimento mobiliare chiuso come struttura operativa per perseguire le loro attività. Le caratteristiche principali di detta struttura sono la raccolta di capitale da investitori istituzionali ai quali vengono poi concesse quote del fondo da investire in società con alto potenziale di rendimento. Tale fondo si definisce chiuso poiché non è possibile mobilitare il capitale in qualunque momento, infatti bisogna aspettare determinate scadenze per riscattare le quote ovvero effettuare una nuova sottoscrizione di capitale quando la raccolta programmata è conclusa²⁶. La rigidità temporale comporta una necessità di pianificazione temporale degli investimenti. Tale rigidità comporta ovviamente sia dei vantaggi sia degli svantaggi, a titolo esemplificativo un vantaggio potrebbe essere la maggiore attenzione nelle scelte di investimento nel tempo mentre uno svantaggio

²⁵ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019;

²⁶ Ibidem.

potrebbe essere la perdita di flessibilità delle scelte strategiche le quali non possono adattarsi rapidamente all'aleatorietà del mercato economico sottostante. Il meccanismo di retribuzione di detti fondi è il carried interest ovvero un meccanismo attraverso il quale viene distribuita una parte della quota eccedente gli utili del fondo generati dall'investimento. La particolarità di questo strumento di remunerazione è che qualora si verificano specifiche condizioni, i proventi generati dagli strumenti finanziari percepiti da manager e dipendenti sono assimilati a livello fiscale ai redditi di capitale o ai redditi diversi, configurandosi come una forma di remunerazione della partecipazione al capitale di rischio ai sensi dell'art. 60 del Decreto-legge n. 50, del 24 luglio 2017 convertito con la Legge 96 del 2017. Tale forma di tassazione risulta essere un'agevolazione fiscale in quanto detti proventi finanziari sono tassati con una ritenuta del 26% mentre se fossero stati considerati come redditi da lavoro dipendente o redditi assimilati avrebbero dovuto scontare l'IRPEF (Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche)²⁷.

Nei successivi paragrafi saranno trattate nel dettaglio le diverse tipologie di investimento a seconda della fase di vita dell'impresa:

- operazioni di avvio;
- operazioni di expansion capital e/o di accompagnamento alla quotazione in borsa;
- operazioni di buy out.

1.3.2 Le operazioni di avvio

Le operazioni ricomprese in questa fase sono tutte quelle volte a sostenere la nascita di nuove realtà ovvero supportarle nelle prime operazioni di avvio. In questa fase i bisogni richiesti esulano dal solo sostegno finanziario, l'interazione tra la visione dell'imprenditore e il know-how fornito del fondo spesso è la principale motivazione che spinge l'imprenditore a richiedere "aiuto".

In questa fase molto delicata devono essere condotte moltissime analisi per ponderare i diversi fattori di rischio nel proseguire l'attività imprenditoriale. Le competenze offerte dal fondo di investimento pertanto superano il mero finanziamento di capitale infatti moltissime volte questi fondi offrono sostegno nell'analisi di mercato o nello studio e sviluppo di business plan completi. Anche se non in misura totalitaria il bisogno di

²⁷ Guida Eutekne imposte dirette; Carried interest; Sanna S.; Versione aggiornata al 2 maggio 2020.

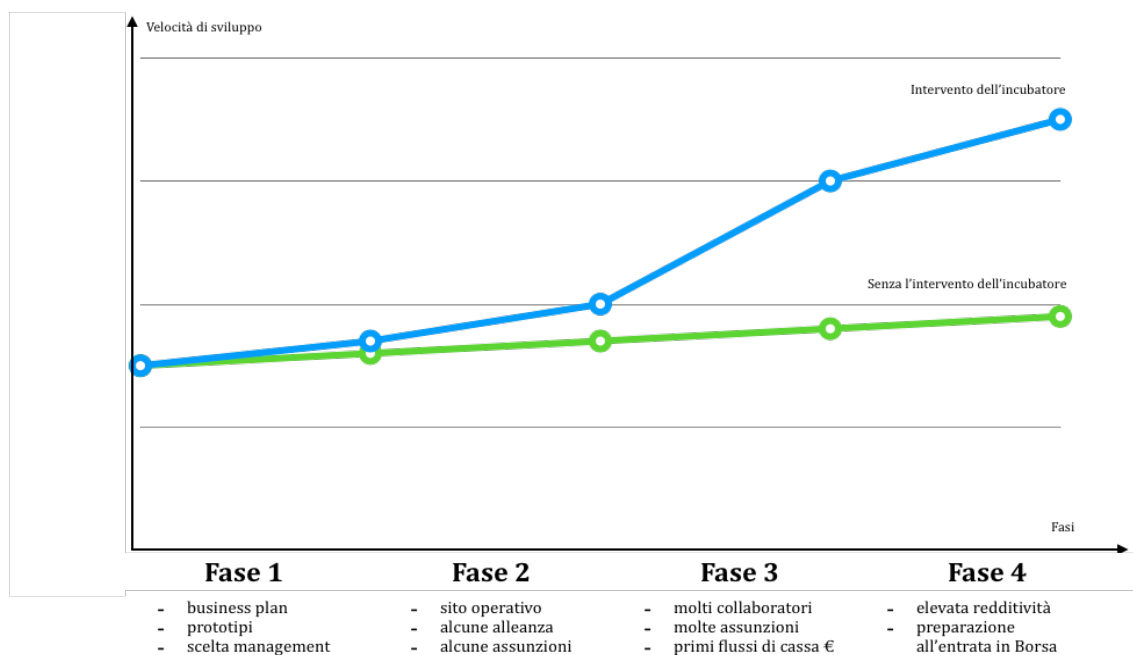
finanziamento rimane comunque delicato in questa fase soprattutto se si considera il fabbisogno di nuove start-up tecnologiche le quali nei primi anni hanno costi di macchinari o impianti predominanti rispetto al volume dei potenziali ricavi. In aggiunta a questo, dette realtà faticano a recuperare i finanziamenti presso istituti di credito tradizionali i quali vedono in questa operazione troppi rischi per concedere il credito. La mancata sottoscrizione di questi finanziamenti rende necessaria l'esistenza di "strutture" alternative per potere recuperare il capitale necessario all'implementazione del proprio sviluppo tecnologico. Prendendo a esempio il tessuto imprenditoriale italiano composto da Piccole e Medio Imprese ancora non troppo evolute a livello tecnologico, il campione di soggetti che potrebbero richiedere finanziamenti per re-innovarsi a livello tecnologico è immenso.

Per una completa analisi delle tipologie di investimenti compresi all'interno di questa macro-area i paragrafi successivi descriveranno nel dettaglio le seguenti fasi:

- la fase di pre-avvio;
- le operazioni di early stage.

Nella prima sottocategoria sono comprese diverse tipologie di operazioni di investimento, una fra queste viene fornita dai business incubators. Con "incubatore" si definisce un'organizzazione la quale fornisce sia servizi sia risorse finanziarie a imprenditori che volessero avviare una nuova attività. L'obiettivo ricercato dagli incubatori consiste nel fornire qualsiasi tipo di risorsa utile alla creazione e al successivo sviluppo di un'idea imprenditoriale. Dal grafico sotto riportato si evince come la velocità di sviluppo nelle diverse fasi della vita di un'impresa sia molto più sostenuta quando entra in gioco un incubatore²⁸.

²⁸ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.



Gli incubatori offrono infatti diversi servizi per avvicinare successivi venture capitalists che rendono la crescita molto più rapida, tra questi a titolo esemplificativo vi sono:

- una guida per inquadrare al meglio il progetto aziendale;
- la disponibilità di spazi ove svolgere l'attività;
- una consulenza in diverse aree economiche e non;
- una rete di contatti per sviluppare al meglio l'impresa;
- la disponibilità di risorse finanziarie.

Un'altra categoria di investitori compresi in questa sottocategoria sono i c.d. "business angels" ovvero investitori privati che offrono alle diverse società emergenti risorse di capitali e know-how aziendale. Nella prassi questi investitori acquisiscono quote di minoranza di azienda in settori dove conoscono le caratteristiche ed essendo motivati da fini extra-economici²⁹ investono specialmente in realtà locate vicino alla propria regione. La principale differenza rispetto agli investitori tradizionali consta nel fatto che i c.d. "business angels" hanno una minore influenza sia nel controllo dell'azienda sia nel coinvolgimento nelle scelte di gestione.

Un'ultima tipologia di finanziamento è il crowdfunding ovvero la raccolta di capitale attraverso diversi soggetti che effettuano investimenti anche di piccoli importi. Lo

²⁹ "Motivazioni extra-aziendali: motivazioni di tipo psicologico come, per esempio, lo sviluppo economico locale o la crescita professionale di una nuova generazione di imprenditori."; Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.

sviluppo tecnologico degli ultimi anni ha permesso la crescita di questo strumento, moltissimi siti si sono organizzati per descrivere progetti aziendali e raccogliere il capitale da diversi soggetti che condividessero il progetto ovvero volessero ottenere profitti da un investimento in realtà aziendali a loro avviso in potenziale crescita.

All'interno della macro-categoria delle operazioni di avvio troviamo anche il segmento di operazioni denominato "early stage". Tali operazioni si realizzano in uno stadio successivo alla mera nascita dell'impresa e hanno l'obiettivo di facilitare la fase di espansione/sviluppo della stessa.

Il bisogno dell'imprenditore che si "appoggia" a degli investitori operanti nell' "early stage" è quello di fare sviluppare il suo progetto già avviato implementando la strategia di gestione o lo stesso progetto. In ragione di quanto detto si evince come il bisogno primario in questa fase non sia strettamente collegato al fabbisogno economico bensì l'imprenditore richiede competenze manageriali che lo aiutino a sviluppare e in seguito mantenere una buona posizione competitiva nel settore. Anche se non è il bisogno primario dell'imprenditore, coloro che investono in questa fase sono soliti contribuire con un ammontare di capitale relativamente alto in proporzione a quello messo a disposizione dall'imprenditore. Grazie a tale sottoscrizione di capitale gli investitori si assicurano una buona quota di partecipazioni che generalmente li portano ad assicurarsi la maggioranza del capitale societario e quindi un maggiore peso decisionale. Tale scelta è dettata dalla necessità dell'investitore di coprire il più possibile i rischi collegati a una cattiva gestione di management e rendere l'investimento, di per sé ad alto rischio, leggermente più controllato.

Tutte le operazioni effettuate in questa fase sono accompagnate da un term sheet ovvero un documento antecedente al contratto, con il quale sono evidenziati i principali argomenti che dovranno essere stilati nel successivo contratto³⁰. Generalmente in questo documento è indicato il termine entro il quale l'investitore prevede di disinvestire in tale progetto e quindi vendere la propria quota. Oltre a questa informazione sono indicati i vari diritti che l'investitore acquisisce in seguito al suo apporto nel progetto, tra questi a titolo esemplificativo si trovano eventuali diritti di veto sulle nomine di amministratori o su specifiche operazioni straordinarie, eventuali diritti di nomina di un determinato

³⁰ Il Sole 24 Ore; <https://argomenti.ilsole24Ore.com/parolechiave/term-sheet.html>.

numero di componenti del C.D.A. (Consiglio Di Amministrazione) o del collegio sindacale ove necessario.

A livello retributivo generalmente in detti accordi è prevista l'impossibilità da parte dell'investitore di ricevere dividendi durante il corso del contratto in quanto egli si impegna a investire tali somme nel progetto aziendale, viene invece prevista una liquidazione una tantum ovvero un dividendo cumulativo che verrà distribuito all'investitore nel momento del suo disinvestimento.

Il momento del disinvestimento è uno degli accordi più importanti contenuti nel term sheet: anche se l'orizzonte temporale dal momento in cui detti accordi vengono siglati e il momento in cui l'investitore si impegna a disinvestire può sembrare distante è meglio aver definito a priori le caratteristiche di uscita essendo uno dei momenti più delicati per ambo le parti: per l'investitore è il momento in cui realizzerà definitivamente il suo profitto mentre per l'imprenditore è il momento in cui dovrà liquidare l'investitore e dovrà successivamente procedere autonomamente alla gestione della sua azienda. In questo passaggio vengono generalmente inserite alcune clausole di non concorrenza che obbligano l'investitore a non operare in settori concorrenziali.

In conclusione, l'importanza del term sheet risiede nella presenza di diverse clausole che determinano la coesistenza dell'imprenditore e dell'investitore andando a definire quello che sarà il successivo rapporto fra le parti. In seguito alla sua sottoscrizione si avvierà la fase di due diligence che se positiva condurrà alla firma del vero contratto di private equity.

1.3.3 Le operazioni di expansion capital e/o di accompagnamento alla quotazione in borsa

La seconda macro-categoria di operazioni di private equity comprende tutti quei finanziamenti concessi a imprese che necessitano di svilupparsi. Tale bisogno può scaturire da diverse necessità, a titolo esemplificativo basti pensare a un'impresa che ha raggiunto la sua maturità e che deve scegliere se all'interno dello stesso settore implementare la sua capacità produttiva o diversificarsi in altri settori ovvero a situazioni in cui un'impresa vuole acquisire altre realtà per compiere strategie di integrazione verticale o orizzontali.

Gli obiettivi che ricerca un imprenditore, qualora volesse essere affiancato da un investitore di venture capital, sono generalmente i seguenti:

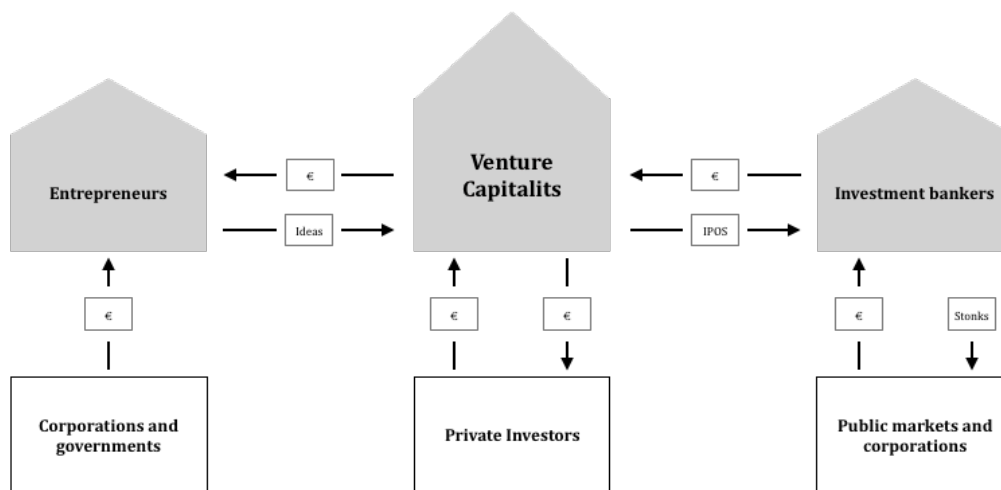
- individuare nuovi settori dove competere ponendo le basi per un nuovo ciclo di vita dell'impresa;
- affiancare l'attuale proprietà con un manager altamente qualificato che possa indirizzare la società verso nuovi mercati o che possa consolidare definitivamente la leadership nel settore.

Da quanto detto si evince come in questa fase di vita l'impresa necessita sia di un fabbisogno finanziario che le permetta di compiere le operazioni programmate sia di un fabbisogno consulenziale. Per quanto concerne quest'ultimo, riveste notevole importanza qualora il bisogno dell'impresa sia quello di crescere (ad esempio espandersi in mercati internazionali) il profilo dell'investitore di private equity che oltre a fornire il capitale per completare l'operazione mette a disposizione le sue conoscenze per accelerare il processo (ad esempio mettendo a disposizione la sua esperienza internazionale e/o il suo portfolio di contatti).

Gli obiettivi di sviluppo sopra-descritti molte volte sono associati al desiderio di affrontare un percorso di quotazione in borsa e in tal caso l'investimento risulta essere un vero e proprio finanziamento ponte per divenire una società quotata in borsa.

L'investimento in questa determinata fase presenta delle caratteristiche ben definite: in primis il target di imprese coinvolte riguarda posizioni generalmente già sviluppate e di medie dimensioni, in secondo luogo le operazioni di negoziazione tra imprenditore e investitore sono generalmente più articolate in quanto quest'ultimo dovrà negoziare maggiormente rispetto alle operazioni di investimento nella fase di avvio di un'impresa (la presenza di numerosi stakeholders fa sì che gli interessi coinvolti siano maggiori rispetto alla fase iniziale di un'impresa dove l'investitore dovrà relazionarsi unicamente con l'imprenditore o l'ideatore del progetto).

In aggiunta alle possibili problematiche sopra-descritte si sottolinea come nella fase preliminare di queste operazioni sia richiesta sia un'approfondita due diligence sia una puntuale valutazione del business plan proposto in relazione a quello che si considera il vero potenziale reddituale dell'azienda. Per effettuare questa analisi generalmente ci si affida ai diversi dati storici dell'azienda, infatti, un "buon passato", economicamente parlando, garantisce un concreto supporto al business plan proposto.



Il grafico sopra-riportato mostra il meccanismo attraverso il quale i fondi di venture capitalists raccolgono denaro che poi investiranno in diversi progetti³¹. Come si evince da detto grafico i fondi raccolgono denaro o da investitori privati o da istituti di credito e lo reinvestono in realtà ove il progetto sia ritenuto valido e in linea con gli ideali del fondo. In Europa, questa categoria di operazioni “muove” un volume di capitale secondo solo alle operazioni di buy out che vedremo nel paragrafo seguente. Tale risultato è possibile in quanto in Europa è presente un tessuto imprenditoriale di piccole o medie realtà, spesso a conduzione familiare, che operano in settori già sviluppati e che quindi presentano la necessità di consolidarsi o ricercare nuovi mercati.

A livello societario il fondo solitamente acquista un pacchetto di azioni o alternativamente sottoscrive una quota di capitale che gli permette di ricoprire un ruolo di minoranza e di affiancare l'imprenditore che quindi rivestirà ancora una posizione di controllo. L'imprenditore nella scelta dell'investitore pertanto non andrà a ricercare profili che vogliano acquisire quote di capitale per generare unicamente delle plusvalenze, ma cercherà figure che possano condividere la sua vision divenendo un vero e proprio partner con il quale pianificare obiettivi e strategie per attuare quest'ultimi.

Un altro aspetto fondamentale di queste operazioni sono i codici di governance, i quali dovranno regolare il rapporto tra l'investitore e l'assetto proprietario fino al momento del disinvestimento. L'importanza di una Corporate Governance corretta è essenziale in questo tipo di operazioni in quanto devono essere evidenziati tutti gli interessi dei diversi attori coinvolti. La mancanza di trasparenza degli obiettivi potrebbe compromettere in maniera irreversibile la riuscita del progetto. Da quanto detto si evince come la stesura di

³¹ De Stefano G.; *Pro e contro il Venture Capital (in un mondo di tassi negativi)*; Il Sole 24 Ore; 21 Agosto 2020.

regole e condotte dettagliate sia inderogabile e che questo passaggio sia necessario compierlo antecedentemente alla sottoscrizione di capitale dell'investitore di private equity. Generalmente i codici di governance utilizzati sono quelli utilizzati dalle società con quotazioni in borsa, in Italia spesso ci si appoggia al Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana³². La ragione di quanto detto si riscontra nel fatto che alcune di queste operazioni di private equity si concludono con la quotazione in Borsa della società, pertanto una corretta governance in linea con le disposizioni previste e l'attenta due diligence configurano l'investimento di private equity come un perfetto passaggio intermedio per una proficua quotazione in borsa.

Sono altresì presenti in questo tipo di operazioni diverse clausole che permettono l'uscita dell'investitore senza penali o in posizione privilegiate qualora non dovessero essere raggiunti gli obiettivi prestabiliti. A titolo esemplificativo molte volte viene inserita una clausola stante la quale se non dovessero essere raggiunti degli obiettivi minimi in un determinato periodo di tempo l'imprenditore o si impegna ad acquisire ad un prezzo stabilito a priori la quota parte dell'investitore, salvo che quest'ultimo non trovi un'offerta esterna più favorevole, o l'investitore, anche se in posizione di minoranza, può avanzare la proposta di quotazione in borsa dell'intero capitale societario. La presenza di tali clausole è fondamentale per mantenere l'allineamento degli interessi dei soggetti coinvolti nell'operazione.

Devono essere altresì previste anche clausole "premio" dette *earn out* collegate al raggiungimento di determinati obiettivi. Riprendendo la spiegazione fornita dall'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma: "nella prassi è ricorrente che nell'ambito del trasferimento di partecipazioni (e/o aziende) le parti si accordino per regolare eventuali adeguamenti del prezzo pattuito a seguito delle performance della società target conseguite successivamente alla conclusione del deal. Scopo di queste clausole di "aggiustamento prezzo" è quello di tutelare le parti che riescono a correlare il corrispettivo dell'acquisizione (o parte di esso) a determinati eventi futuri legati all'andamento economico-finanziario della società oggetto di acquisizione. Si trasferisce sul venditore il rischio-beneficio connesso ad eventi futuri che dipendono da scelte strategiche ed operative riferibili al venditore stesso"³³. In estrema sintesi, viene definito

³² Borsa Italiana; *Comitato per la Corporate Governance, Codice di Autodisciplina*; Milano 2006;

³³ Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma; *Trattamento contabile e fiscale delle clausole di aggiustamento del prezzo (earn out) e di garanzia nella compravendita di partecipazioni*; 25 ottobre 2018;

a priori che nel prezzo complessivo a cui verrà ceduta la partecipazione sia compresa una parte aleatoria che varierà in relazione agli obiettivi effettivamente raggiunti.

Gli interventi di sviluppo effettuati tramite fondi di private equity generalmente avvengono tramite la sottoscrizione di nuovo capitale da parte dell'investitore senza utilizzare lo strumento della leva finanziaria³⁴.

In conclusione, per i motivi descritti nel paragrafo, gli imprenditori presteranno molta attenzione nella scelta del fondo di private equity a cui appoggiarsi e in relazione a questo negli anni si sono sviluppate diverse tipologie di Venture Capitalist ognuna di esse specializzate nel soddisfare diverse tipologie di bisogni. A titolo esemplificativo vi sono fondi di investimento specializzati:

- nelle operazioni di espansione a livello internazionale, i quali offrono esperienza e contatti in diversi Paesi;
- nelle operazioni di turnaround, i quali sono abituati a operare in situazioni di crisi aziendale o in scenari di probabile fallimento;
- nella consulenza aziendale, utili qualora l'imprenditore necessitasse, oltre all'apporto di capitale e alla mera consulenza strategico-finanziaria, di competenze specifiche in determinati business;
- nelle operazioni locali; i quali grazie alla loro esperienza nel territorio offrono consulenza ad aziende fortemente influenzate dalla loro localizzazione (si pensi ad esempio a tutte le aziende collocate nel Sud Italia).

1.3.4 Le operazioni buy out

L'ultima categoria di investimenti analizzata comprende le operazioni buy out e replacement capital ovvero operazioni finalizzate al cambiamento dall'assetto proprietario dell'impresa.

La ratio di queste operazioni si differenzia nettamente da quella vista nei precedenti paragrafi, in queste operazioni il bisogno primario dell'impresa non è tanto la crescita o il consolidamento di una posizione nel mercato bensì una vera e propria esigenza di "ripensare" alla visione da parte dell'assetto proprietario. Tale necessità può essere scaturita da diversi fattori, a titolo meramente esemplificativo si può considerare il

³⁴ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.

raggiungimento di una fase di stagnazione ove l'impresa sia costretta a pensare a una riorganizzazione se non vuole incorrere in situazioni economiche sfavorevoli.

Senza sfociare nell'esempio sopra-riportato, il quale vuole essere un caso limite nelle operazioni di questa macro-area, di seguito saranno trattati i principali motivi che spingono la proprietà a considerare le operazioni di buy out e di replacement capital.

Le operazioni di replacement capital sono solitamente utilizzate qualora l'interesse di una parte delle proprietà attuale non sia più in linea con la mission e la vision aziendale ovvero qualora quest'ultime fossero state raggiunte e si dovessero cercare nuove sfide. Rientrano in questa categoria pertanto tutte le operazioni volte a cambiare una parte minoritaria dell'assetto proprietario per fare subentrare nuovi investitori con obiettivi in linea a quelli aziendali. Generalmente queste operazioni non apportano grandi modifiche alle strategie aziendali in quanto la nuova compagine sociale si allinea alle strategie in essere condividendo l'attuale mission e vision. Sono considerati replacement capital anche le operazioni volte a favorire un cambio generazionale e in tal caso sia le strategie sia la stessa mission o vision aziendale potrebbero subire consistenti modifiche in quanto antecedentemente a queste operazioni vi erano probabili problematiche di omogeneità di interessi.

Se queste operazioni sopra-descritte dovessero cambiare interamente l'assetto proprietario allora non si tratta più di operazioni di replacement capital, ma dette operazioni devono essere definite "spin off". Tali operazioni nascono dall'esigenza di un intero gruppo proprietario di liquidare l'attività svolta ottenendo un compenso da essa ovvero l'impossibilità di effettuare un cambio generazionale. Molte volte queste operazioni nascono anche dall'esigenza di inglobare nella sfera pubblica alcune attività privatizzate fino a quel momento ovvero compiere il processo contrario. Tale cambiamento è sempre visto di buon occhio dagli investitori di private equity i quali vedono in questa operazione maggiore flessibilità rispetto alle operazioni di replacement capital e di conseguenza maggiore potere decisionale sulle strategie da perseguire.

Nelle operazioni di buy out, tra cui rientra anche l'operazione di spin off, l'intervento del fondo di investimento si contraddistingue dalle operazioni trattate nei paragrafi precedenti per perseguire l'obiettivo di facilitare il cambio dell'assetto proprietario fornendo supporto finanziario. Tali operazioni si configurano pertanto nell'acquisto di quote di maggioranza del capitale sociale della società da parte del fondo il quale consegue come naturale conseguenza il controllo di essa. A differenza delle operazioni di

sviluppo, trattate nel paragrafo precedente, è improprio parlare di collaborazione tra proprietà e investitore in quanto nelle operazioni di buy out anche, qualora il fondo dovesse acquisire una quota non totalitaria, le scelte strategiche sono di competenza esclusiva di quest'ultimo il quale solitamente delega un "management team" per svilupparle. È di fondamentale importanza evidenziare come qualsiasi investitore di private equity non abbia interesse nello svolgere mansioni da imprenditore in quanto il suo unico obiettivo è quello di ottenere capital gain dall'operazione. Tale precisazione è doverosa in quanto la maggioranza acquisita dal fondo è una mera maggioranza azionaria e non di gestione operativa la quale sarà effettuata dal manager o team designato dal fondo.

Vi sono moltissime operazioni di buy out le quali si differenziano sulla base del nuovo assetto proprietario che si andrà a formare in seguito alla loro attuazione. A titolo esemplificativo nel successivo paragrafo si presentano alcune di esse.

Si parla di Management buy out (MBO) qualora si configurasse un'operazione di acquisto d'azienda a favore di manager interni all'azienda. L'operazione opposta viene definita Management buy in (MBI), in detta operazione i nuovi manager sono esterni alla società³⁵. Molte volte le operazioni si configurano come un ibrido di queste due fattispecie appena descritte, in tal caso si tratta di operazioni definite buy in management buy out.

Qualora nel nuovo organo di controllo entrassero dei lavoratori dell'azienda l'operazione in essere viene definita employees o workers buy out (EBO o WBO). Infine, qualora ci fosse un cambio dirigenziale a livello familiare si tratta di operazioni definite family buy out (FBO).

Moltissime delle operazioni sopra descritte sono effettuate anche sfruttando il meccanismo della leva finanziaria. Tali operazioni si differenziano rispetto a quelle sopra descritte per l'ammontare di capitale proprio investito. Mentre nelle operazioni di buy out l'investitore utilizza in prevalenza capitale proprio nelle operazioni di leveraged buy out l'investitore utilizza capitale di terzi.

Il principio della leva finanziaria è un importante pilastro di qualsiasi strategia finanziaria, esso si configura nella capacità di una società di investire risorse finanziarie a un tasso di rendimento ROI maggiore rispetto al tasso di interesse dell'indebitamento.

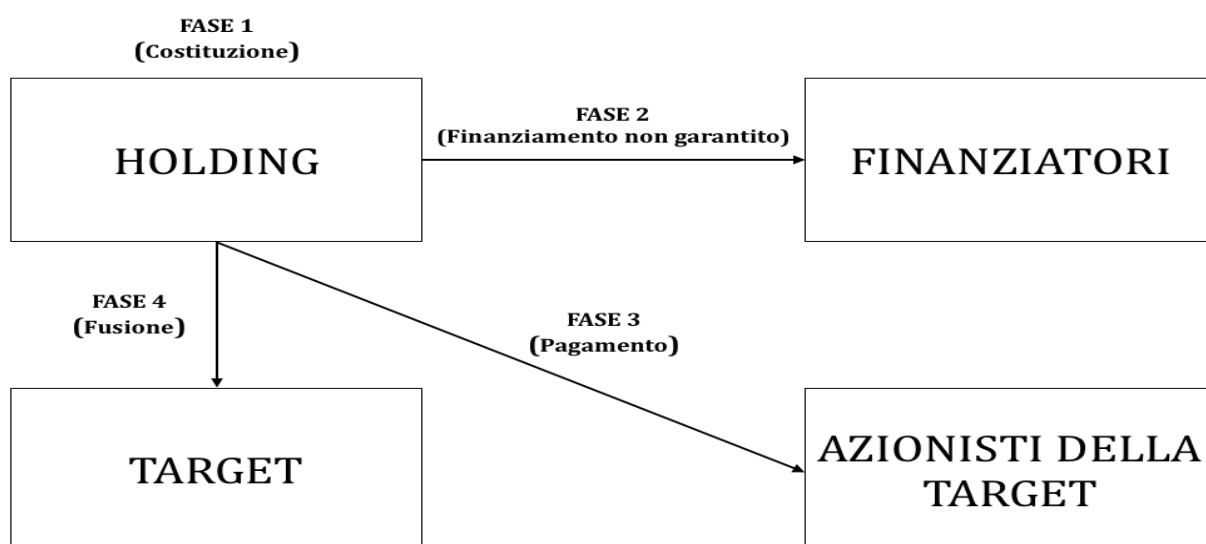
³⁵ "GLOSSARIO FINANZIARIO - MANAGEMENT BUY OUT e MANAGEMENT BUY IN"; Borsa Italiana S.P.A.; <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html>.

Questa caratteristica si evince maggiormente dall'analisi dell'indice di redditività del capitale proprio infatti:

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{Cap. di terzi}/\text{Cap. proprio}) * (\text{ROI} - i) * (1 - \text{aliquota fiscale})^{36}$$

qualora il tasso ROI fosse superiore al tasso passivo a cui viene erogato il finanziamento il ROE della società aumenta mentre nel caso in cui il tasso di interesse fosse superiore il rendimento dell'indice diminuirebbe. Maggiore è il rapporto tra il capitale di terzi e il capitale proprio maggiore sarà l'effetto di leva generato dalla differenza tra il ROI e il tasso di interesse.

Qualora l'impresa operi attraverso la leva finanziaria il principale effetto che si deduce post operazione è il mutamento della composizione delle passività.



Il grafico sopra riportato mostra come avvengono solitamente le operazioni effettuate attraverso il meccanismo della leva finanziaria³⁷. La società oggetto dell'investimento viene comunemente denominata "Target". La prima operazione che si effettua in questo tipo di "manovra" è la creazione di una società "veicolo", generalmente con le caratteristiche di una holding, nella quale i manager che vogliono acquisire l'azienda

³⁶ ROE (Return On Equity) = risultato d'esercizio/capitale proprio; ROI (return on investment) = (risultato operativo/capitale investito); i = tasso indebitamento; "Il dfWmeccanismo della leva finanziaria" di Federica Furlani; 28 Maggio 2016; Euroconference news; <https://www.ecnews.it/il-meccanismo-della-leva-finanziaria/>;

³⁷ Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019.

“target” sottoscrivono una quota di capitale. La stessa holding stipulerà dei finanziamenti che utilizzerà, insieme al capitale versato, per acquisire le azioni della società target. Il rapporto tra il capitale versato e l’ammontare complessivo di denaro utile per acquisire l’azienda è irrisorio se confrontato al rapporto tra il capitale di debito e l’investimento totale. Terminato l’acquisto delle azioni della società “target”, quest’ultima si fonderà con l’impresa “veicolo” comportando l’unione delle passività e i relativi vantaggi fiscali. L’operazione di fusione comporta anche il consolidamento delle garanzie sui prestiti concessi dalla holding in quanto la nuova società, post fusione, risulta essere una società operativa e non più una società finanziaria.

La conseguenza principale di questa operazione, come anticipato nel paragrafo precedente, è l’appesantimento delle passività della società “target” la quale vedrà imputata tutte le passività della holding.

L’operazione di “unione” delle due società “veicolo” e “target” può avvenire anche con strumenti differenti rispetto alla fusione, in tal caso si parlerà sempre di leveraged buy out in quanto non è l’operazione straordinaria o la modalità tecnico-giuridica che determina le caratteristiche di detta operazione finanziaria bensì gli effetti che questa operazione comporta sulle passività (nello specifico nel suo nuovo livello di debito verso terzi) dell’impresa che si vuole acquisire.

Gli investitori quando selezionano le imprese cercano profili che possiedono in parte, se non nel loro insieme, le seguenti caratteristiche:

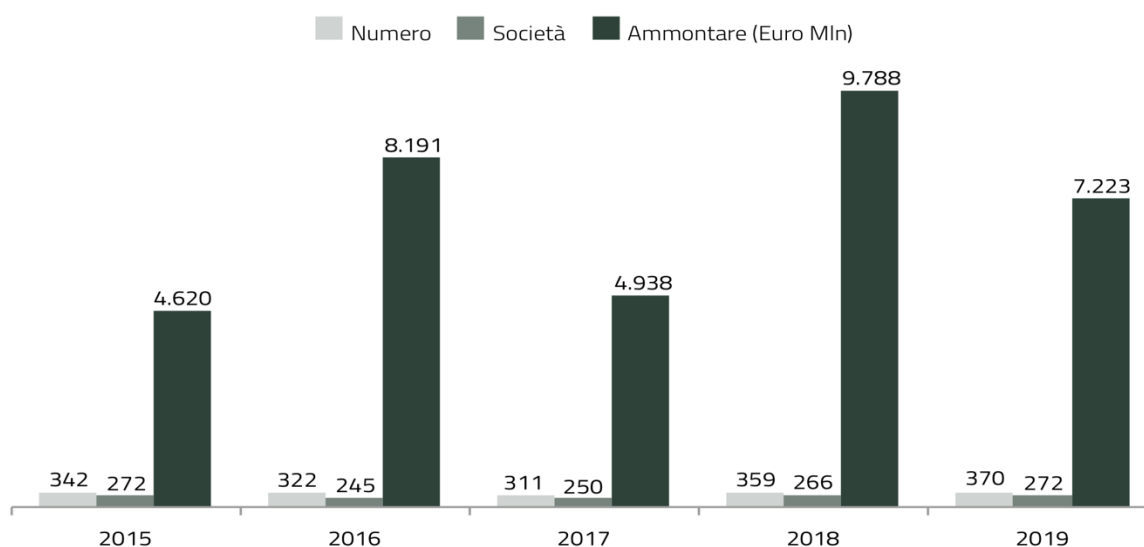
- possibilità di sostenere un forte indebitamento;
- flussi di cassa costanti e cospicui;
- posizione consolidata nel settore;
- situazione patrimoniale solida.

I flussi di cassa sono forse l’unico elemento imprescindibile dell’analisi del fondo di private equity in quanto la possibilità che l’azienda possa saldare il suo debito è quasi interamente collegato alla necessità dell’azienda di generare flussi di cassa positivi e costanti. L’analisi finanziaria riveste pertanto una posizione di fondamentale importanza qualora un fondo decida di investire in un’operazione di buy out sfruttando la leva finanziaria. Si pensi a titolo esemplificativo a un’analisi poco corretta o totalmente errata, in tal caso il fondo basandosi su detta analisi si aspetta di recuperare l’investimento in determinate scadenze, ma il verificarsi di situazioni differenti o nella peggiore ipotesi opposte fa sì che l’investimento finanziario non possa essere coperto.

A livello aziendale, un'analisi che permette di verificare la sussistenza dei presupposti per onorare i finanziamenti sottoscritti è l'analisi del capitale circolante. L'analisi del capitale circolante netto permette di ottenere due distinte informazioni entrambe di chiara importanza: la prima riguarda la disponibilità liquidità dell'impresa in quanto un capitale circolante positivo dimostra che le attività a breve hanno capienza per coprire le passività a breve, la seconda informazione riguarda la copertura delle immobilizzazioni, infatti, un capitale circolante netto positivo implica che dette immobilizzazioni siano coperte dal capitale a medio-lungo termine e dal capitale proprio³⁸.

1.4 Situazione attuale mercato private equity dal 2015 ad oggi

L'ultima parte di questo capitolo vuole riprendere l'analisi del mercato di private equity in Italia interrotta nei precedenti paragrafi. Forniti tutti gli elementi utili per analizzare la diversa composizione di questo mercato, in questo paragrafo verrà evidenziato lo storico dell'ultimo quinquennio e di come le attuali influenze esterne al mercato possano influenzarlo.

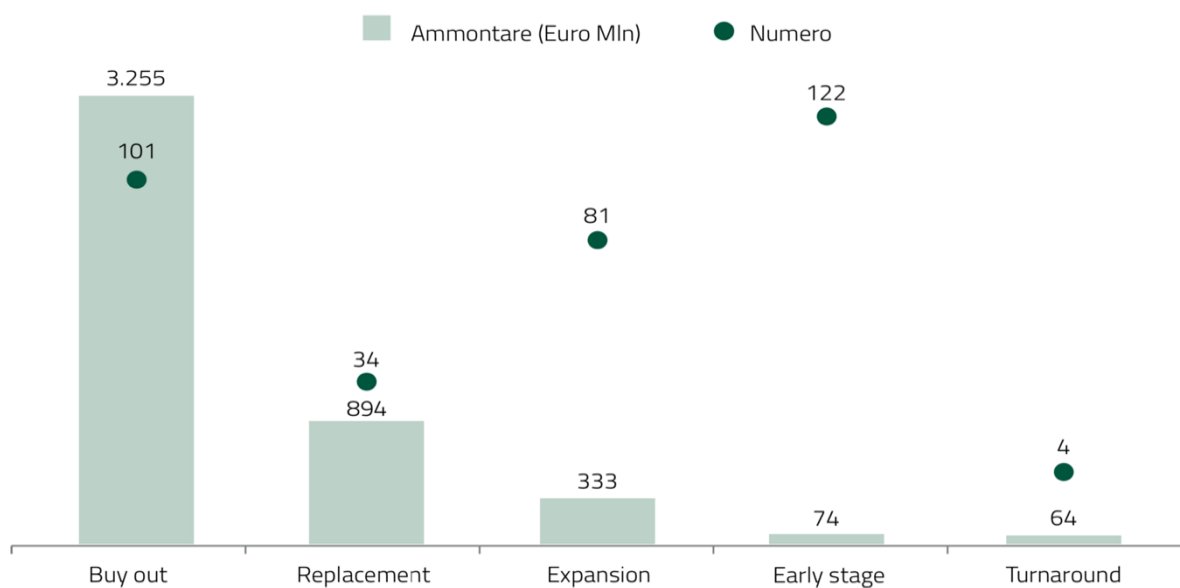


Dal grafico sopra-riportato si evidenzia come a parità di società coinvolte e numero di operazioni, l'ammontare complessivo di investimenti nel private equity abbia subito delle

³⁸ Capitale circolante Netto (CCN): "differenza tra le attività correnti e le passività correnti di stato patrimoniale. Rientrano tra le attività correnti: crediti verso clienti, rimanenze finali, cassa, ratei e risconti attivi. Le passività correnti comprendono: debiti verso fornitori, debiti di natura operativa, ratei e risconti passivi"; Glossario Finanziario; Borsa Italiana; <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html>.

variazioni. Nel dettaglio il numero di aziende operanti si è mantenuto superiore alle 300 unità per tutto il periodo analizzato e le operazioni sono sempre state intorno alle 250 per anno di riferimento. Il valore che ha subito maggiori variazioni è l'ammontare di investimento complessivo, in relazione a detta variabile possono essere evidenziate due caratteristiche: la prima riguarda il trend complessivo nel quinquennio il quale vede un miglioramento del dato che passa da 4.620 milioni di euro nel 2015 a 7.223 milioni di euro nel 2019, la seconda osservazione riguarda il calo di detta variabile tra il 2018 e il 2019 infatti nel 2018 si era raggiunto il picco di 9.788 milioni di euro investiti³⁹. Auspicabilmente, a causa della crisi causata dall'emergenza epidemiologica SARS-CoV-2 (di seguito "Covid-19"), nel 2020 il mercato del private equity subirà una contrazione dei dati come confermato anche dall'analisi condotta nel primo semestre dall'AIFI⁴⁰. L'analisi di come detta emergenza possa impattare nelle future operazioni in questo mercato viene rimandata al capitolo successivo.

Il prosieguo di questo paragrafo vuole analizzare nel dettaglio come la composizione delle diverse operazioni di private equity sia cambiata nel corso di questi 5 anni.



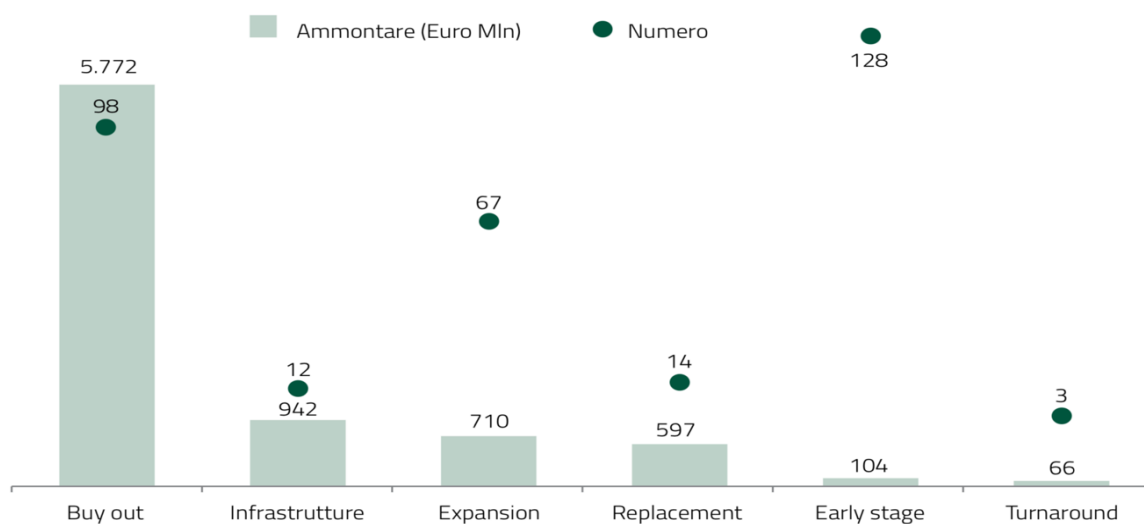
³⁹ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2019*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;

⁴⁰ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi I semestre 2020*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

Nel grafico sopra-riportato si evidenzia come l'investimento complessivo del 2015 pari a 4.620 milioni di euro sia diviso fra le diverse operazioni di private equity⁴¹.

Come si evince la maggior parte del capitale complessivo viene investito nelle operazioni di Buy out. Un mero confronto sul numero di operazioni evidenzia invece che l'operazione che ha una frequenza maggiore è quella relativa all'early stage. Il numero totale di operazioni effettuate in quest'anno risulta essere pari a 342.

L'anno 2016 illustrato nel grafico sotto-riportato evidenzia ancora come le operazioni di Buy out siano quelle che raccolgono maggiori quote di investimento, infatti, degli 8.191 milioni investiti 5.772 milioni sono stati stanziati in dette operazioni, registrando un aumento pari a 77,33% rispetto all'anno precedente⁴².



La peculiarità di quest'anno è che nell'analisi fornita è stata considerata una nuova categoria di investimenti denominata "infrastrutture"⁴³. In detta categoria sono ricompresi tutti gli investimenti volti a creare nuove infrastrutture o a migliorare quelle esistenti. I dati evidenziano come tali nuove operazioni siano le seconde per ammontare di capitale investito mentre sono le prime per rapporto di investimento medio su numero di operazioni (78,5 milioni per investimento). L'area con il maggior numero di operazioni

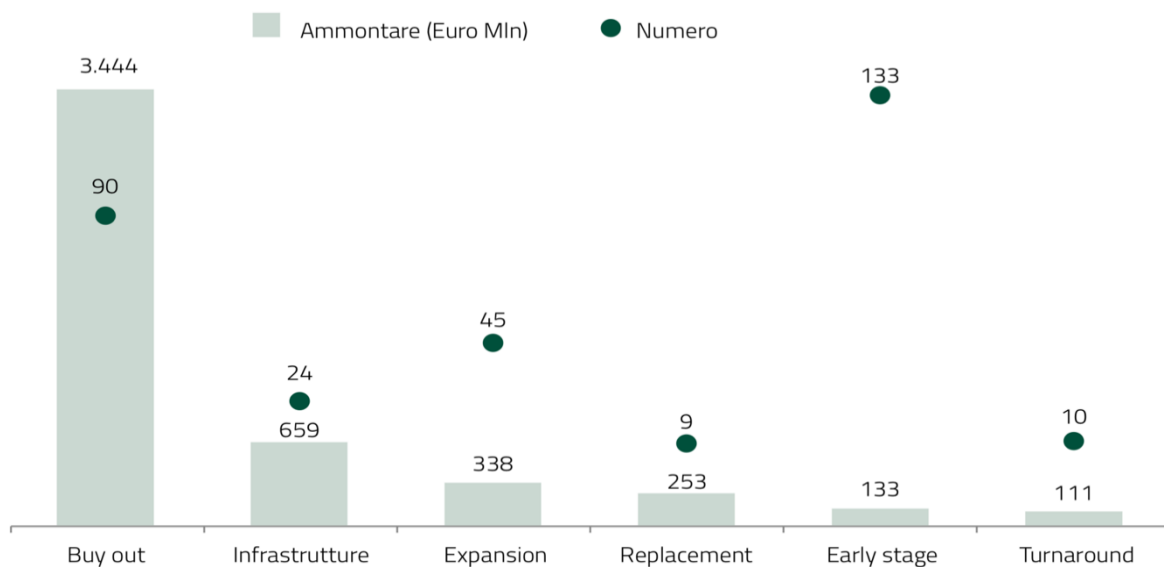
⁴¹ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2015*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;

⁴² A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2016*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;

⁴³ Infrastrutture: "complesso di beni capitali che, pur non utilizzati direttamente nel processo produttivo, forniscono una serie di servizi indispensabili per il funzionamento del sistema economico: strade, linee ferroviarie, porti, scuole, ospedali, ecc."; TRECCANI - Enciclopedia delle scienze sociali; https://www.treccani.it/enciclopedia/infrastrutture_%28Enciclopedia-delle-scienze-sociali%29/.

rimane come nel 2015 quella di early stage la quale registra un incremento di 4 operazioni.

Durante il 2017, come si evince dal seguente grafico l'ammontare di investimento complessivo registra una forte inversione andando a raggiungere quota 4.938 milioni di euro investiti ovvero una contrazione del 39,71% rispetto l'anno precedente⁴⁴.

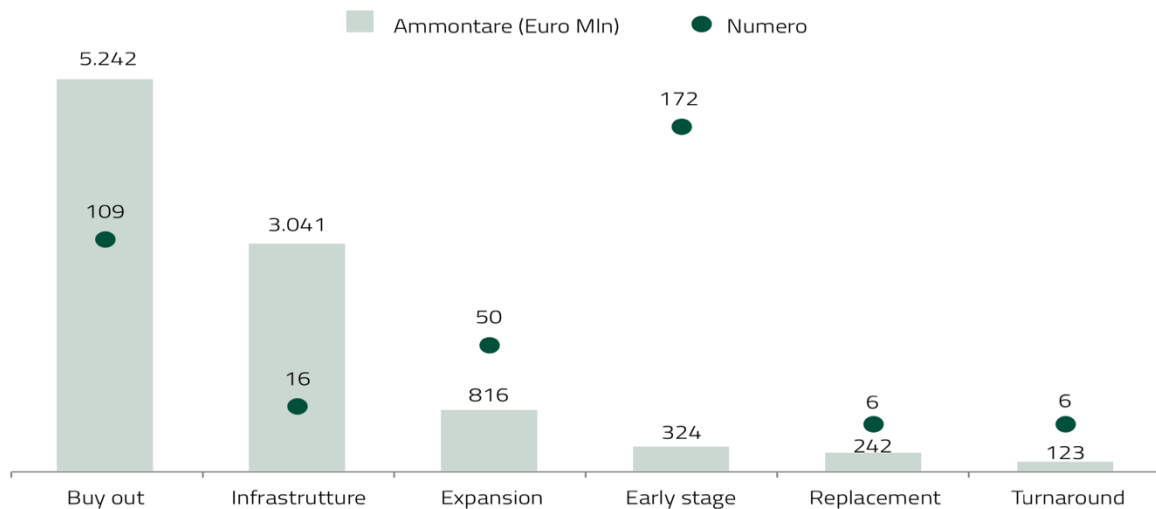


Come naturale conseguenza quasi tutte le tipologie di operazioni registrano una contrazione rispetto all'anno precedente a esclusione delle operazioni di early stage e turnaround che registrano un miglioramento pari a rispettivamente del 27,88% e del 68,18%.

In relazione al volume di ciascuna tipologia di operazione i Buy out sono rimasti l'area nella quale è stata investita la maggior parte del capitale ovvero 3.444 milioni di euro. A seguire si trovano gli investimenti in infrastrutture i quali registrano un movimento di capitale pari 659 milioni di euro seguiti dalle operazioni di expansion con 338 milioni di euro, dalle operazioni di replacement con 253 milioni di euro, dalle operazioni di early stage con 133 milioni di euro e in conclusione le operazioni di turnaround con 111 milioni di euro. A livello di numeri di operazioni sono state registrate 133 operazioni di early stage le quali risultano essere anche quest'anno le operazioni con il maggior numero e registrano un incremento rispetto all'anno precedente di 5 operazioni.

⁴⁴ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2017*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

Un'inversione del trend è stata registrata anche nel 2018 in quanto la contrazione registrata nello scorso esercizio (anno 2017) ha lasciato posto a un incremento che ha portato il valore complessivo di investimenti a 9.788 milioni di euro⁴⁵. Tale dato risulta essere quasi il doppio rispetto al valore registrato nel 2017 (incremento effettivo pari al 98,22%) e il valore maggiore nel quinquennio preso in analisi.

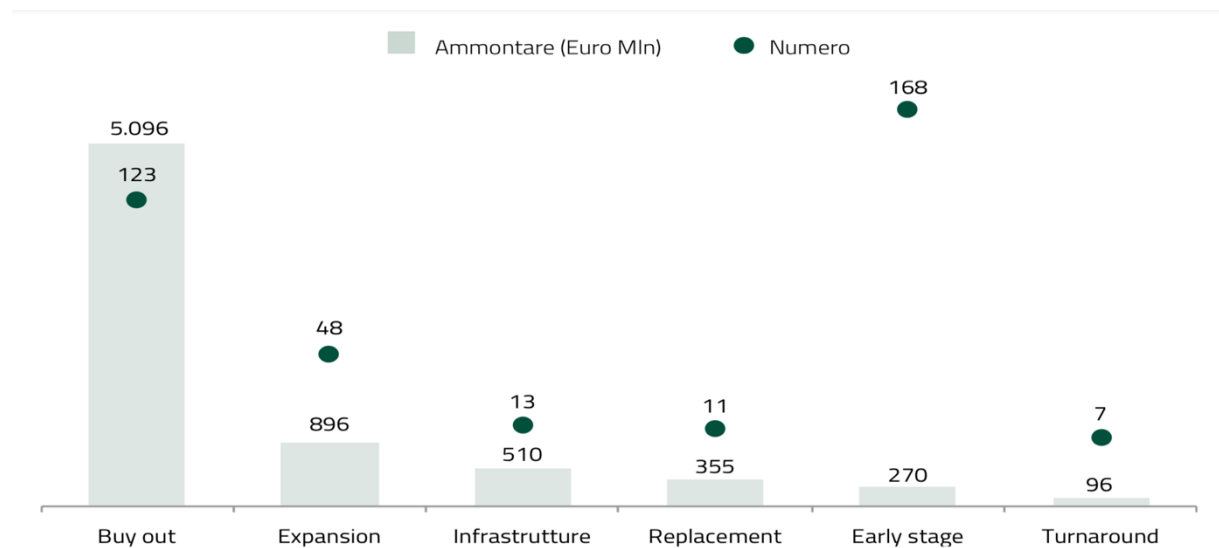


Un'analisi del grafico, sopra-riportato, mostra come gli investimenti di Buy out, sempre la categoria che assorbe il maggior numero di risorse, registrino un ammontare di risorse investite pari a 5.242 milioni di euro ovvero un incremento rispetto all'anno precedente pari al 52,20%. A registrare l'incremento maggiore sono gli investimenti in infrastrutture che raggiungono quota 3.041 milioni di euro. Tale valore confrontato ai 659 milioni di euro investiti nel 2017 mostra un incremento pari al 361,46%. Tale dato se unito al numero di operazioni per questa categoria (24 nel 2017 e 16 nel 2018) evidenzia come non sia aumentata la frequenza di operazioni, ma l'ammontare in valore assoluto di capitale investito in dette operazioni. Crescono anche le altre categorie di operazioni salvo quelle di replacement che registrano una lieve contrazione rispetto l'anno precedente. A livello di numeri di operazioni effettuate, l'early stage resta anche quest'anno l'area che registra il maggior numero di operazioni ovvero 172.

Durante il 2019 si è registrata una leggera flessione dell'ammontare complessivo di investimenti effettuati, infatti, in detto anno si sono registrate movimentazioni

⁴⁵ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2018*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

complessive pari a 7.223 milioni di euro ovvero una riduzione percentuale rispetto l'anno precedente pari al 26,21%⁴⁶.



Analizzando il grafico, la prima informazione che si evince è la drastica riduzione di investimenti nelle infrastrutture tra il 2018 e il 2019. Nel 2019 gli investimenti in detta area sono pari a 510 milioni di euro mentre la stessa area aveva registrato nel 2018 un investimento complessivo pari a 3.041 milioni di euro. In termini percentuali si nota ancora di più detto calo, infatti, l'area degli investimenti in infrastrutture registra una diminuzione pari al 83,22% rispetto all'anno precedente. L'area in cui sono registrate le maggiori quote di capitale investito rimane sempre quella del Buy out, si precisa che detta area non ha subito una variazione considerevole rispetto all'anno precedente, infatti, vi è un calo di soli 3 punti percentuali. Altro dato in linea con i precedenti esercizi è l'area in cui è stato effettuato il numero maggiore di operazioni ovvero l'early stage la quale diminuisce il numero di operazioni rispetto all'anno precedente di 4 unità.

Il quadro fornito dall'A.I.F.I. per l'anno 2019 è la base di partenza di futuri ragionamenti sull'evoluzione di questo mercato. Il 2020 purtroppo è stato influenzato da una crisi sanitaria globale la quale ha generato un rallentamento economico su scala globale. Nonostante questa emergenza vi è comunque la possibilità che il mercato del private equity possa trarne dei benefici dalla situazione attuale in quanto il settore industriale per ripartire potrebbe necessitare di nuove risorse sia in termini di capitale sia in termini

⁴⁶ A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2019*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>.

di know-how. In relazione a quest'ultimo punto basti pensare a tutti i fondi che operano in situazioni di precrisi i quali sono abituati a sviluppare piani di continuità operativa. Detti piani potrebbero essere strettamente necessari alle aziende per poter arginare nuovi possibili shock esterni al loro settore.

L'attuale crisi ha comunque risollevato preoccupazioni sociali e ambientali e il mercato del private equity non potrà non tenerlo in considerazione, tanto più se si pensa che la nuova linea dettata dalla Commissione Europa verte molto su temi sostenibili. Da qui l'esigenza di contemplare nuove tipologie di investimento sostenibili le quali oltre a soddisfare i bisogni sociali possono beneficiare di aiuti a livello comunitario. Il successivo capitolo tratterà il nuovo green new deal europeo e su come esso possa impattare il mercato del private equity andando a creare quello che oggi viene definito private equity sostenibile.

CAPITOLO II - PRIVATE EQUITY SOSTENIBILE

2.1 Introduzione al segmento di private equity sostenibile

Terminata la disamina delle caratteristiche del mercato di private equity, l'obiettivo di questo capitolo vuole essere quello di evidenziare gli aspetti ESG (Environmental, social and corporate governance) di detto mercato. Non essendo presente una valutazione finanziaria degli obiettivi ESG, per valutare la loro efficacia bisogna predisporre una valutazione preliminare non finanziaria che analizza quanto vengono perseguiti detti obiettivi e, in base ai risultati di tale analisi, valutare come variano i risultati economici.

Prima di fornire le principali caratteristiche di detta analisi, il presente capitolo vuole fornire una descrizione dell'evoluzione delle tematiche ESG nel contesto socioeconomico europeo. Nel dettaglio si vuole fornire una panoramica di come queste tematiche siano fortemente perseguite e incentivate a livello europeo e su come la recente crisi epidemiologica abbia impattato su di esse.

Terminata questa prima introduzione, il prosieguo vuole evidenziare le principali caratteristiche della finanza sostenibile e una prima introduzione generale a come gli investimenti ESG possano essere valutati.

Il paragrafo successivo evidenzia nel dettaglio il private equity sostenibile andando a evidenziare in primis le caratteristiche di questa area di private equity, proseguendo poi con l'analisi delle caratteristiche e dei bisogni dei soggetti coinvolti in detto mercato. Nei successivi passaggi sarà evidenziato come i fondi di private equity svolgono la loro attività quando devono analizzare degli investimenti sostenibili e verrà fornita una guida su come questi possano essere valutati. Tale guida risulta essere importante sia per i fondi di private equity sia per le aziende che perseguono obiettivi ESG in quanto i primi possono confrontare le diverse aziende richiedenti capitale con una metrica univoca mentre i secondi, sapendo a priori l'analisi che il fondo effettuerà per valutare il loro valore ESG, possono indirizzare le risorse verso obiettivi mirati ed evidenziare i risultati utilizzando la stessa metrica.

Il capitolo si conclude fornendo un'analisi sull'impatto che i temi ESG hanno apportato al mercato di private equity evidenziando come l'Italia e soprattutto il tessuto imprenditoriale nazionale possa interagire con i fondi di private equity sostenibile.

2.2 Perché il private equity può “assorbire” il rischio legato ai temi ESG

Lo studio prevede la trattazione del private equity come strumento di finanziamento che può accogliere i diversi rischi collegati ai temi ESG basando questa assunzione sia sulle caratteristiche proprie dei fondi di private equity sia confutando una possibile ricerca di capitale attraverso la quotazione.

Per quanto concerne la prima argomentazione, avendo esaminato le diverse caratteristiche degli investimenti di private equity ovvero come questi si configurino nella maggior parte dei casi come veri e propri rapporti di partnership, è di facile intuizione capire come, stante la natura delicata degli investimenti in tematiche ESG, gli investitori interessati a finanziare progetti a impatto ambientale, sociale e di buona governance vogliano essere partecipi delle scelte decisionali dell’impresa in cui investono e la struttura stessa degli investimenti di private equity permette loro ciò.

In aggiunta a quanto sopra, lo studio ha previsto la trattazione degli investimenti di private equity in relazione alle tematiche ESG in quanto gli investitori di private equity si sono sempre caratterizzati per una maggiore propensione verso investimenti considerati atipici. Un’analisi riportata nel Oxford Review of Economic Policy mostra come la ricerca di capitali nei fondi di private equity si differenzi dalla ricerca di capitali attraverso la quotazione⁴⁷. Considerando l’argomentazione fornita in detta analisi, lo studio vuole evidenziare come la struttura dei fondi di private equity possa essere considerata più allineata alle caratteristiche degli investimenti in azienda con focus nei temi ESG.

Qualora un imprenditore volesse perseguire un progetto ESG o un’iniziativa con delle esternalità positive a livello ambientale, sociale e di buona governance dovrà ricercare del capitale per poter finanziare il proprio progetto. Escludendo l’ipotesi di autofinanziamento, due delle possibilità per recuperare capitale sono:

- la quotazione dell’azienda;
- la sottoscrizione di capitale presso fondi di private equity.

Entrambe le soluzioni presentano caratteristiche particolari, pertanto, lo studio vuole evidenziare quali di esse si relazionino meglio agli investimenti in tema ESG.

⁴⁷ Oxford Review of Economic Policy, Volume 36, Issue 2, Summer 2020, Pages 275–290; *Public versus private equity*.

Essendo gli investimenti collegati alle tematiche ESG particolarmente recenti, non è possibile ottenere molte informazioni da aziende simili che hanno effettuato detti investimenti. Questa limitazione risulta assai rilevante qualora l'azienda volesse optare per la quotazione in borsa. L'analisi condotta dai ricercatori di Oxford mostra come la disponibilità di un track record sia essenziale per poter valutare la quotazione. Tale documento è essenziale in quanto riduce l'asimmetria informativa dei possibili azionisti in relazioni agli effettivi risultati delle aziende in cui vorrebbero investire. Tale documento, tuttavia, non è sempre disponibile, infatti, come accennato nel paragrafo precedente, i temi ESG sono da poco diventati rilevanti per moltissime aziende pertanto è assai difficoltoso ottenere una valutazione comparativa con aziende considerate simili. Il prezzo che gli azionisti sono disposti a pagare per acquisire quote azionarie è pari al valore minimo che essi si aspettano di ottenere da quel determinato investimento. Qualora questi ritengano che le marginalità potenziali di quell'investimento siano basse o molto rischiose, il prezzo che essi saranno disposti a pagare per acquisire quote di quell'azienda potrebbe risultare troppo basso per il fabbisogno finanziario dell'imprenditore. Tale ragionamento è dettato dal fatto che questo mercato è incentrato esclusivamente sul capital gain, pertanto, un investimento risulta essere praticabile solamente se, ponderato al rischio che si intende sostenere, potrà generare ritorni remunerativi accettabili. In ragione di quanto detto, qualora l'imprenditore volesse optare per questa strategia dovrebbe per forza organizzare l'azienda considerando il ritorno economico per gli azionisti⁴⁸. Qualora invece quest'ultimo volesse ricercare dei partner che condividano il suo investimento ESG dovrà ricercare altre forme di finanziamento. Come evidenziato nel precedente paragrafo moltissimi fondi di private equity, oltre all'apporto economico, offrono ulteriori competenze all'imprenditore, pertanto, individuato il fondo corretto, l'imprenditore potrà essere sicuro di creare un rapporto di partnership efficace per il suo progetto.

In ragione di quanto detto, il finanziamento di progetti ESG si configura come una nuova tipologia di operazioni e il mercato azionario è sempre stato restio verso questa tipologia di investimenti. Inoltre, le aziende che perseguono obiettivi ESG potrebbero non essere in grado di quotarsi in borsa o per poterlo farlo sarebbero costrette a quotarsi a condizioni a loro palesemente sfavorevoli. In ragione di quest'ultima affermazione si pensi a degli

⁴⁸ Shleifer A. e Vishny R. W.; *survey of corporate governance*; Journal of Finance Volume 52, No. 2, 1997.

azionisti che decidano ugualmente di investire in aziende ove non conoscono tutte le informazioni disponibili, questi per sottoscrivere determinate azioni sono disposti a pagare un prezzo nettamente inferiore al potenziale di quell'azienda in quanto devono tutelarsi dal rischio causato dalla considerevole asimmetria informativa. L'analisi di ricercatori di Oxford evidenzia infatti come "le asimmetrie informative amplifichino i conflitti tra l'imprenditore e azionisti"⁴⁹.

Un'ulteriore caratteristica che avvicina gli investimenti in aziende che perseguono obiettivi ESG al mondo del private equity si riscontra nella normativa attinente alle società quotate. Le attuali normative di riferimento per quanto concerne i mercati pubblici prevedono che le aziende, qualora volessero quotarsi in mercati regolamentari, devono fornire una serie di informazioni volte a esternalizzare il più possibile il bilancio e la policy aziendale. Tale divulgazione ha lo scopo di ridurre l'asimmetria informativa degli investitori e permettere loro di compiere scelte più razionali durante gli investimenti. Se dal punto di vista degli azionisti questa divulgazione pubblica risulta essere vantaggiosa potrebbe invece risultare controproducente per le aziende. Essendo la massimizzazione degli obiettivi ESG in chiave remunerativa ancora agli albori nel contesto aziendale, qualora un'azienda riuscisse a brevettare un sistema che garantisca dei ritorni economici costanti in relazione a detti obiettivi, potrebbe voler mantenere segreto questo suo know-how. Si ricorda infatti che le aziende che perseguono obiettivi ESG restano comunque organizzazioni a scopo di lucro, pertanto, l'obiettivo di ottenere marginalità non viene meno. L'esternalizzazione di queste informazioni, quale necessità per la quotazione in borsa, potrebbe limitare i proventi dell'azienda, pertanto, la ricerca di capitali in altre direzioni, come i fondi di private equity, può ridurre considerevolmente questo rischio. Si ricorda infatti che detti fondi, anche se pretendono di ottenere le medesime informazioni sensibili, sottoscrivono clausole di riservatezza e di non competitività qualora dovessero disinvestire pertanto l'azienda acquisisce la sicurezza di non vedere disperdere gratuitamente il suo know-how. Tale analisi risulta essere allineata a quella condotta dai ricercatori di Oxford in relazione ai beni immateriali. Tali beni risultano essere in moltissime situazioni il valore aggiunto dell'impresa stessa, pertanto come si evince dalla loro analisi, maggiore sarà il peso delle immobilizzazioni

⁴⁹ Oxford Review of Economic Policy, Volume 36, Issue 2, Summer 2020, Pages 275–290; *Public versus private equity*.

immateriali sul fatturato dell'azienda, minore sarà la loro propensione alla divulgazione di queste informazioni e di conseguenza alla quotazione in borsa⁵⁰.

Un'ulteriore limitazione alla quotazione in mercati pubblici risulta essere la quantificazione certa dei vantaggi ESG. Anche se lo studio vuole proporre nei paragrafi successivi un'analisi per valutare gli obiettivi ESG e poter confrontare diverse aziende sotto questo profilo, tale analisi risulta essere ancora poco assimilata nella finanza pubblica. Non essendoci una metrica univoca e già assimilata nel mercato, gli investitori operanti nella finanza pubblica hanno difficoltà a valutare gli obiettivi ESG, pertanto, orienteranno i loro investimenti in aziende ove possono valutare più agilmente tutti i dati presenti. I fondi di private equity specializzati presentano delle loro guide per confrontare le aziende con obiettivi ESG, pertanto, qualora un'azienda volesse ottenere del capitale valorizzando questa sua caratteristica sostenibile sarà molto più agevolata nella ricerca se si dovesse interfacciare con i fondi di private equity rispetto agli investitori tradizionali. L'investimento in aziende ESG, oltre all'incertezza di cui sopra, mostra un ulteriore tratto caratteristico ovvero la durata. Come si evince anche dallo studio dei ricercatori di Oxford gli investimenti nella finanza pubblica sono solitamente considerati strumenti finanziari liquidi⁵¹. Qualora la marginalità dell'investimento fosse collegata ai temi ESG perseguiti dall'azienda, i quali per produrre i loro effetti necessitano di periodi di tempo medio lunghi, l'investimento in azioni di quella società potrebbe vincolare l'investitore per periodi lunghi limitandone il suo potere di scambio. La possibilità di scambiare azioni facilmente ovvero ogni qualvolta gli investitori lo desiderino risulta essere un vantaggio assodato della finanza pubblica, pertanto qualora si limitasse questa possibilità, gli investitori potrebbero non investire in determinate aziende⁵². L'imprenditore come naturale conseguenza di questo rischio dovrà pertanto ricercare il capitale attraverso strumenti alternativi; il finanziamento attraverso i fondi di private equity potrebbe essere la soluzione vincente. Come anticipato nel precedente capitolo i fondi di private equity sono soliti investire in programmi medio-lunghi, infatti, essi accompagnano l'impresa in

⁵⁰ Oxford Review of Economic Policy, Volume 36, Issue 2, Summer 2020, Pages 275–290; *Public versus private equity*;

⁵¹ Borsa Italiana; Liquidità economica di uno strumento finanziario: in ambito finanziario si definiscono liquidi gli investimenti che possono essere immediatamente convertiti in denaro contante senza perdite in conto capitale; <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/liquidita.htm>;

⁵² Oxford Review of Economic Policy, Volume 36, Issue 2, Summer 2020, Pages 275–290; *Public versus private equity*.

tutte le fasi utili al perseguimento del loro obiettivo uscendo solo al raggiungimento di esso.

In conclusione, un ulteriore vantaggio del private equity rispetto alla finanza pubblica risulta essere l'assenza di possibili bolle speculative. La possibilità di influenzare il prezzo delle azioni da parte degli azionisti attraverso campagne di acquisto e vendita risulta essere uno dei principali motivi della creazione di bolle speculative. Gli imprenditori che investono in obiettivi ESG sono molto interessati dai risultati economici prodotti direttamente da questi obiettivi, pertanto, la possibilità che il valore della loro azienda possa essere distorto da strategie finanziarie potrebbe risultare controproducente. Il valore delle aziende con obiettivi ESG è infatti strettamente collegato agli effetti che detti obiettivi possono generare siano essi esternalità positive o veri e propri ritorni economici per l'imprenditore. Qualora il valore dell'azienda sia incrementato da componenti esogene rispetto a questi obiettivi potrebbe generare delle conseguenze negative per l'azienda stessa, la quale potrebbe anche perdere alcune delle agevolazioni trattate nel seguente capitolo.

Argomentate le motivazioni che hanno orientato la stesura dello studio verso i fondi di private equity, essendo l'obiettivo di esso un'analisi dei vantaggi ESG correlati a questo mercato, al fine di evidenziarli a un qualsiasi imprenditore che necessitasse di nuovi ingressi di capitale per finanziare gli investimenti ESG, il prosieguo del capitolo vuole descrivere nel dettaglio le caratteristiche dei fondi di private equity collegati ai temi sostenibili, su come essi abbiano impattato nel contesto socioeconomico locale e su come i temi ESG possano incrementare la valutazione finanziaria della società.

2.3 Evoluzione del contesto socioeconomico europeo

Lo sviluppo sostenibile, quale fattore per migliorare la condizione di vita dei cittadini dell'Unione Europea, è un tema sempre più quotidiano e la sua rilevanza inizia a impattare trasversalmente diverse aree economiche.

Prima di descrivere come questo nuovo fattore possa influenzare il mercato del private equity, il presente paragrafo vuole contestualizzare questo aspetto nel nuovo contesto socioeconomico europeo.

A settembre 2015 tutti i Paesi si sono riuniti nell'assemblea delle Nazioni Unite per deliberare l'Agenda 2030 ovvero un piano per lo sviluppo sostenibile articolato in 17 obiettivi:

1. *“porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo;*
2. *porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile;*
3. *assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età;*
4. *fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti;*
5. *raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze;*
6. *garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie;*
7. *assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni;*
8. *incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti;*
9. *costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile;*
10. *ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra le nazioni;*
11. *rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili;*
12. *garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo;*
13. *promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico;*
14. *conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile;*
15. *proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre;*
16. *promuovere società pacifiche e inclusive per uno sviluppo sostenibile;*
17. *rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile”⁵³.*

Come si evince da tali obiettivi tutti i Paesi si sono impegnati per contrastare la povertà e salvaguardare il pianeta. Fra tutti, i Paesi dell'Eurozona sono stati tra i principali

⁵³ Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015; Assemblea Generale; Organizzazione delle Nazioni Unite.

promotori di detto piano in quanto fortemente convinti della loro necessità e si sono posti l'obiettivo di attuarli con ogni mezzo a loro disposizione.

Il tema che concilia tutti questi obiettivi è lo sviluppo sostenibile inteso come creazione di valore per la generazione attuale, senza compromettere le generazioni future; detto sviluppo è ampiamente insediato nel piano di crescita europeo. A titolo esemplificativo, basti pensare a tutti i finanziamenti concessi per la ricerca e l'innovazione di modelli e tecnologie volti a ottimizzare l'utilizzo delle risorse disponibili.

A livello macroeconomico l'adozione di detti obiettivi incide direttamente sulle politiche finanziarie e sulle riforme strutturali. Come si evince dal documento fornito dalla Commissione Europea "documento di riflessione verso un'Europa sostenibile entro il 2030" dette riforme hanno poi ridotto l'ammontare del debito e hanno aumentato l'occupazione. Nel terzo trimestre del 2018 infatti il tasso di occupazione relativo al campione di persone con un'età compresa tra i 20 e 64 anni ha raggiunto il 73,5%⁵⁴.

Il 16 luglio 2019 con più del 50% dei voti, Ursula von der Leyen è stata eletta come nuovo Presidente della Commissione europea. Nonostante il cambio alla presidenza, le linee guida europee non sono variate e infatti il 04 marzo 2020 è stato presentato un regolamento del Parlamento europeo ove viene istituito il nuovo obiettivo di neutralità climatica. Nella relazione di tale documento vengono definiti i motivi e gli obiettivi della proposta ovvero la trasformazione dell'Unione Europea in una realtà:

- *"giusta e prospera che migliori la qualità di vita delle generazioni attuali e future;*
- *dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che nel 2050 non genererà emissioni nette di gas a effetto serra e in cui la crescita economica sarà dissociata dall'uso delle risorse"*⁵⁵.

Tale insieme di iniziative prendono il nome di "Green Deal europeo" il quale conferma l'ambizione dell'Area Euro di diventare il primo continente neutro a livello climatico prima del 2050.

Tali obiettivi andranno a impattare i bilanci di tutti gli Stati europei in relazione a come essi attueranno le diverse operazioni di politiche fiscali e di incentivi volti a ridurre le emissioni di gas serra, ovvero varieranno i diversi strumenti già in atto al fine di perseguire gli obiettivi di miglioramento climatico suggeriti dall'Agenda 2030. Il nuovo

⁵⁴ Commissione Europea; "Documento di riflessione verso un'Europa sostenibile entro il 2030"; 11 ottobre 2018;

⁵⁵ Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio; Commissione Europea; Bruxelles 04 marzo 2020.

piano Europeo prevede infatti limiti molto più stringenti e i vari Paesi dovranno adoperarsi per mettere in atto strategie efficaci ed efficienti il prima possibile in quanto le riduzioni di emissioni prefissate per il 2050 implicano un'azione immediata e decisa. Al fine di permettere che l'Unione Europea possa portare a termine l'obiettivo sopra-descritto sono imprescindibili delle relazioni chiare e non sporadiche tra i diversi Stati unionali, unite alle valutazioni scrupolose della Commissione e a strumenti volti a fornire una valutazione dei progressi conclusi. Dal passaggio del Regolamento del Parlamento europea si evince come la Commissione Europea voglia portare a termine tale obiettivo ovvero *“l'iniziativa si fonda sul processo basato sui piani nazionali integrati per l'energia e il clima e su un solido quadro di trasparenza per le emissioni di gas a effetto serra e altre informazioni sul clima di cui al regolamento (UE) 2018/1999 sulla governance dell'Unione dell'energia e dell'azione per il clima. La Commissione utilizzerà inoltre le informazioni trasmesse e comunicate dagli Stati membri ai sensi del regolamento sulla governance come base per la valutazione periodica dei progressi compiuti. Si tratterà di informazioni sulle emissioni di gas a effetto serra, sulle politiche e sulle misure, sulle proiezioni e sull'adattamento. La Commissione si avvarrà inoltre di tali informazioni per i riesami dell'attuazione delle politiche ambientali e per il monitoraggio dei programmi di azione in materia di ambiente. Le informazioni ricevute dagli Stati membri possono essere integrate da osservazioni atmosferiche sistematiche effettuate sul terreno o mediante telerilevamento, come quelle fornite dal programma Copernicus. La Commissione valuterà inoltre periodicamente se la traiettoria richieda un aggiornamento e esaminerà le politiche e la legislazione, intervenendo in caso di progressi insufficienti”*⁵⁶.

Lo studio non può esimersi dal trattare come la pandemia causata da un nuovo ceppo di coronavirus designato SARS-CoV-2 c.d. “COVID-19”, abbia impattato il contesto socioeconomico europeo e quali effetti possa aver causato al mercato di capitali.

Non sapendo purtroppo quando detta pandemia cesserà, non è ancora possibile effettuare un'analisi puntuale e a posteriori degli effetti che essa ha causato, tuttavia è possibile utilizzare i documenti forniti dalla Commissione europea per valutare gli effetti fino ad oggi registrati e le eventuali previsioni nel breve-medio termine. Dal rapporto semestrale della Commissione si evince come l'economia della zona euro sia entrata in un'improvvisa recessione nella prima metà del 2020 registrando la più profonda

⁵⁶ Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio; Commissione Europea; Bruxelles 04 marzo 2020.

contrazione a livello di produzione dalla Seconda Guerra Mondiale. Tale risultato è dovuto al fatto che per arginare l'aumento di contagi sono state emanate direttive di restrizione molto severe che hanno previsto la chiusura della maggior parte degli stabilimenti produttivi. Un'analisi più approfondita mostra, attraverso una serie di indicatori, come l'economia dell'Eurozona abbia operato, tra il 25% e il 30%, al di sotto della sua normale capacità durante il periodo di restrizioni sopra-anticipato⁵⁷. Dal medesimo rapporto si evince come l'economia dell'area unionale dovrebbe ridursi di circa il 9% nel 2020 prima di riprendere a crescere a un tasso annuo di circa il 6% nel 2021⁵⁸. Si sottolinea che dette previsioni sono leggermente inferiori rispetto a quelle fornite in primavera quando la pandemia aveva comportato la prima ondata di vittime, questa differenza indica una ripresa non del tutto completa, infatti, la produzione alla fine del 2021 dovrebbe essere inferiore di circa il 2% rispetto alla produzione ante crisi⁵⁹. Tali valori, tuttavia, non considerano l'effetto dirompente che potrebbe avere una nuova chiusura generale a livello europeo. Per quanto concerne l'inflazione si evince che le prospettive sulla variazione di questo dato sono dello +0,3% per quest'anno e del +1,1% nel 2021⁶⁰. Analizzando lo scenario italiano si nota come la pandemia e le relative misure di contenimento proposte dal governo nazionale, hanno portato l'economia locale a registrare una profonda contrazione. Secondo l'Istituto nazionale di statistica (ISTAT), il PIL reale italiano ha registrato una diminuzione del 5,3% nel primo trimestre del 2020 a causa di una cospicua riduzione degli investimenti e delle esportazioni⁶¹. Il secondo trimestre del 2020 ha registrato una riduzione del 12,8% rispetto al trimestre precedente e del 17,7% in termini tendenziali⁶². La stima del terzo trimestre del 2020 è pari al 16,1% rispetto al trimestre precedente, mentre in termini tendenziali registrerà una contrazione del 4,7%⁶³.

⁵⁷ Commissione Europea; *European Economic Forecast*; Summer 2020 (Interim); Institutional paper 132; luglio 2020;

⁵⁸ Ibidem;

⁵⁹ Ibidem;

⁶⁰ Ibidem;

⁶¹ European Commission; *Summer 2020 Economic Forecast: a deeper recession with wider divergences*; disponibile nel sito https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/summer-2020-economic-forecast-deeper-recession-wider-divergences_en;

⁶² Istituto nazionale di statistica (ISTAT); *Conti economici trimestrali*; Comunicato stampa disponibile nel sito <https://www.istat.it/it/archivio/246771>;

⁶³ Istituto nazionale di statistica (ISTAT); *Stima preliminare del PIL*; Comunicato stampa; disponibile nel sito <https://www.istat.it/it/archivio/249706>;

In seguito a questa analisi macroeconomica si vuole evidenziare come detta pandemia abbia influenzato il mercato del private equity. La principale conseguenza di detta pandemia è la riduzione delle disponibilità finanziarie delle varie aziende, pertanto, quest'ultime dovranno considerare una nuova capitalizzazione. È in questa fase delicata che i diversi fondi di private equity potrebbero intervenire per portare la liquidità necessaria alla ripresa.

Lo studio non può esimersi dall'evidenziare che anche i fondi di private equity abbiano subito un forte impatto dalla crisi pandemica in corso infatti molti dei fondi che stavano raccogliendo capitale o avevano in procinto di iniziare la campagna di raccolta, potrebbero non raggiungere gli obiettivi prefissati inizialmente. Si sottolinea inoltre che molti fondi, in relazione alla diversità del loro portafoglio comprensivo di diverse azioni, abbiano risentito del calo della produzione sopra-anticipato in quanto il valore delle azioni è strettamente collegato all'andamento della società e questa correlazione incide sul valore complessivo del loro portafoglio. Detta riduzione di disponibilità ha portato i diversi fondi a dover adottare politiche più conservative per quanto concerne l'investimento di private equity. È doveroso affermare che comunque possono risultare anche situazioni diametralmente opposte infatti l'analisi appena descritta può variare completamente a seconda dello specifico fondo di private equity studiato. A titolo esemplificativo, un fondo che aveva appena completato la sua campagna di raccolta di capitale lo scorso autunno e doveva ancora investire il plafond o gran parte di esso potrebbe trovarsi in una posizione molto vantaggiosa in questo periodo in quanto potrebbe permettersi di offrire capitale alle aziende per la loro ripresa.

La pandemia ha avuto un ulteriore "effetto collaterale" ovvero accrescere la consapevolezza sui temi sostenibili, in primis quelli ambientali. Durante il secondo live streaming 2020 dell'ASVIS⁶⁴, l'amministratore delegato del gruppo Enel ha affermato che *"sbaglia clamorosamente chi pensa che la sostenibilità passerà in secondo piano nella ricostruzione dell'economia mondiale post Covid-19: è un percorso senza ritorno, per fortuna"*⁶⁵, queste dichiarazioni confermano l'importanza di inglobare nel core business aziendale temi sostenibili. In aggiunta a questo nel primo live streaming 2020 dell'ASVIS il primo vicepresidente della Commissione europea, Frans Timmermans, ha affermato che

⁶⁴ ASVIS: Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile ASviS; <https://asvis.it>;

⁶⁵ La Posta L.; *Perché la sostenibilità sarà prioritaria nella ripartenza post Covid-19*; Il Sole 24 Ore; 04 giugno 2020.

*“non indietreggiamo di un passo sulla politica europea incentrata sull’economia green: il Green new deal è ancora valido, anche in fase di pandemia, e il nuovo Next generation EU plan avrà fondi vincolati al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità, soprattutto in questi settori: edilizia, automotive, mobilità pubblica”*⁶⁶ pertanto un’analisi di concerto di questi due elementi (maggior consapevolezza della sostenibilità e orientamento delle politiche europee) non possono esimere i fondi di private equity dal considerare anche essi questo fattore sostenibile nelle loro valutazioni.

2.4 Finanza sostenibile, caratteristiche e sviluppo

Il presente paragrafo vuole definire gli aspetti principali della finanza sostenibile e del suo sviluppo per mantenere un *fil rouge* chiaro nell’argomentare come la finanza abbia sempre più considerato fondamentale inglobare gli aspetti ESG nella sua analisi.

In primis è doveroso fornire una definizione di tale area della finanza e a tal proposito si fornisce quella inserita da Eurosif (European Sustainable Investment Forum)⁶⁷ nel documento “European SRI study 2018”: per finanza sostenibile si deve intendere quel ramo che considera congiuntamente sia il rendimento finanziario dei vari investimenti sia la creazione di un valore sociale a cui possono beneficiare anche stakeholder esterni alla sfera aziendale. A titolo esemplificativo, in questo secondo aspetto sono inclusi obiettivi come la mitigazione dell’impatto ambientale o la riduzione del divario tra ricchi e poveri. Definita l’area, è più agevole definire le caratteristiche dei vari investimenti compresi all’interno di essa. All’interno della finanza sostenibile sono comprese diverse sfumature di investimenti sostenibili, si parte da quelli che valutano, oltre al loro rendimento finanziario, il risultato attinente ad aspetti non finanziari sino ad arrivare a quelli che, come principale obiettivo, ricercano la creazione di un impatto positivo per la comunità.

Essendo tali investimenti correlati alle tematiche ESG, i diversi fondi di investimento non possono non tener conto dei rating non finanziari connessi alle varie aziende. Come è stato anticipato all’inizio del presente paragrafo, tali tematiche rivestono un ruolo cardine in detti investimenti, pertanto, l’esigenza di valutare le diverse aziende in relazione a

⁶⁶ La Posta L.; *Perché la sostenibilità sarà prioritaria nella ripartenza post Covid-19*; Il Sole 24 Ore; 04 giugno 2020;

⁶⁷ “Eurosif è la principale associazione europea per la promozione e il progresso di investimenti sostenibili e responsabili in tutta Europa, a beneficio dei suoi membri”; <http://www.eurosif.org>.

questi aspetti è fondamentale. Per un'analisi più approfondita delle diverse agenzie di rating ESG e dei diversi indici di valutazione si rimanda a un successivo paragrafo.

Si sottolinea che da sempre l'attività finanziaria è stata vista di "cattivo occhio" in quanto nel corso degli anni la remunerazione è stata correlata ad attività sempre più distanti dall'economia reale. Questo contesto sfavorevole è stato poi aggravato dalla recente crisi finanziaria la quale partendo dai mercati finanziari ha impattato l'economia reale. È forse grazie a questo contesto "avverso" che l'introduzione di una nuova area della finanza, più orientata alla comunità, può risollevare l'opinione pubblica in merito a detto mercato. La finanza sostenibile è infatti un "passo in avanti" verso questo obiettivo in quanto detta attività finanziaria persegue, oltre ai tradizionali obiettivi di massimizzazione dei rendimenti, scopi non finanziari (ESG) i quali sono chiaramente percepibili poiché gli effetti hanno un impatto su tutta la collettività.

Per individuare la nascita di questa nuova area bisogna leggermente variare la concezione attuale di investimento sostenibile sopra-descritto. I promotori di detti investimenti sono i Pax World Fund creati nel 1971 ovvero fondi di investimento etici i quali precludevano dall'insieme di aziende finanziabili tutte quelle operanti nel settore bellico ovvero in altre attività ritenute moralmente scorrette⁶⁸. Un'altra caratteristica di detti fondi era quella di investire in società che perseguivano oltre agli obiettivi aziendali, programmi di tutela ambientale e adottavano sistemi di tutela per i diritti dei lavoratori. Possono essere definiti i promotori della finanza sostenibile in quanto i precedenti fondi etici escludevano le aziende ritenute moralmente non conformi ai criteri del fondo, ma non incentivavano l'investimento in realtà lungimiranti nei fattori ESG.

Nell'Eurozona i "promotori" della finanza sostenibile sono da ricercare in Svezia, infatti, nel 1965 fu creato il fondo svedese Aktie Ansvar Myrberg⁶⁹. Tale fondo è ancora lontano dalle caratteristiche attribuite al giorno d'oggi alla finanza sostenibile è infatti più opportuno definirlo come un fondo etico.

A livello nazionale si sottolinea che il primo fondo etico è stato istituito da Intesa San Paolo nel 1997 e prende il nome di Sanpaolo Azionario Internazionale Etico (oggi denominato Eurizon Azionario Internazionale Etico)⁷⁰.

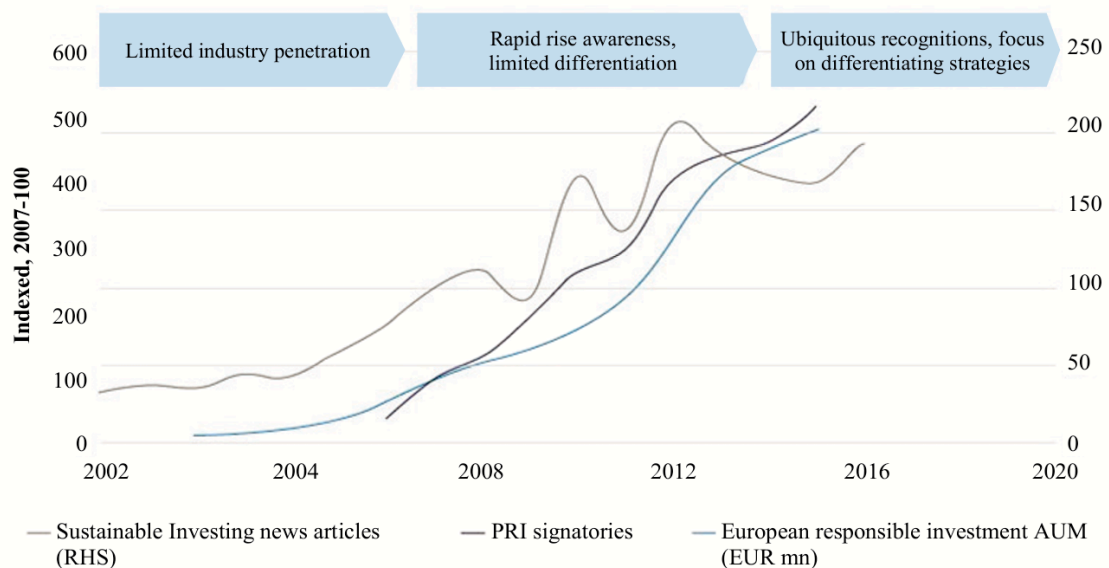
⁶⁸ Del Giudice A.; *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*; G. Giappichelli Editore; 18 dicembre 2019;

⁶⁹ Ibidem;

⁷⁰ Eurizon; *Azionario Internazionale Etico*; disponibile nel sito; <https://www.eurizoncapital.it>.

Il tema della finanza sostenibile è diventato sempre più argomento di dibattito e infatti dal 1990, data in cui è stato organizzato il primo evento (SRI in the Rockies), si susseguono conferenze a livello internazionale che trattano detto tema.

Si sottolinea che le Nazioni Unite sostengono i principi della finanza sostenibile e nel 2006 hanno rilasciato dei principi (PRI)⁷¹ per cercare di incrementare il numero di investimenti sostenibili tra gli investitori istituzionali.



Il grafico sopra riportato mostra una diretta correlazione tra l'aumento degli asset under management⁷² e la finanza sostenibile, infatti, il valore complessivo di detti fondi cresce sia all'ammontare di adesioni al PRI da parte delle varie organizzazioni sia alla portata della loro conoscibilità⁷³.

2.5 Valutazione investimenti ESG

La valutazione del rendimento di un investimento è generalmente la quantificazione di quanto si riesce a ottenere commisurato al costo sostenuto per detto investimento. Si tratta altresì di una mera valutazione economica in quanto entrambe le componenti sono empiricamente dimostrabili. L'opinabilità dei metri di giudizio adottati per la valutazione

⁷¹ *Principles for Responsible Investment*; disponibile nel sito <https://www.unpri.org/pri>;

⁷² Locuzione finanziaria per raggruppare il valore di tutti i fondi di investimento istituzionali;

⁷³ Del Giudice A.; *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*; G. Giappichelli Editore; 18 dicembre 2019.

è pressoché irrisoria in quanto, essendo grandezze economiche, vengono utilizzate scale di valutazione oggettive.

Se alla nozione di rendimento sopra-descritta si aggiunge un'ulteriore variabile ovvero la ponderazione del rischio, detta valutazione di rendimento inizia a essere leggermente più "soggettiva". È doveroso chiarire che detta "soggettività" deve intendersi in senso lato ovvero non tanto come un'opinabilità delle metriche di valutazione delle componenti in esame, ma piuttosto come un risultato intaccato dalla percezione del grado di rischio che i vari soggetti interessati dall'operazione possono avere. A titolo esemplificativo, una persona che percepisce un rischio elevato nell'investimento avrà un giudizio del rendimento diverso da una persona che per il medesimo percepisce un rischio basso o nullo. Tale "soggettività" è altresì correlata al grado di asimmetria informativa dell'investitore in relazione al campo in cui dovrà compiere l'investimento. Con il passare degli anni i fondi di investimento, tra cui sono compresi anche i fondi di private equity, hanno ridotto dette componenti "soggettive" in quanto le conoscenze consolidate nei diversi campi d'investimento hanno ridotto in primis l'asimmetria informativa e in secondo luogo omogenizzato la percezione del rischio su diverse tipologie di investimento classificabili come simili.

Di più difficile attuazione è la valutazione dei rendimenti degli investimenti che oltre al ritorno prettamente economico, presentano esternalità positive. In tale circostanza rientrano tutti gli investimenti attinenti all'area della finanza sostenibile e più nel dettaglio quelli correlati a tematiche ESG.

Da quanto si evince nel paragrafo precedente, per poter confrontare e valutare il rendimento complessivo degli investimenti, è necessario poter quantificare in valori empirici le esternalità positive degli investimenti ESG. Nel dettaglio, la valutazione di dette esternalità consiste nell'attribuire a tematiche ambientali, sociali e di governance valori che permettano all'investitore di poterli considerare nel trade-off rischio-beneficio. A tal proposito, le diverse agenzie che valutano o offrono strumenti di valutazione per quantificare le esternalità positive rivestono un ruolo fondamentale nell'ambito della finanza sostenibile. Tra le diverse società che svolgono la predetta valutazione si vuole portare l'esempio di MSCI⁷⁴, ovvero uno dei provider più adoperato nel segmento ESG. È doveroso informare che ciascuna agenzia segue una propria procedura nella valutazione

⁷⁴ MSCI: Morgan Stanley Capital International; <https://www.msci.com>.

delle esternalità positive, ma la struttura utilizzata da MSCI, trattando temi simili a quelli proposti dalle Big Four (Deloitte, EY, KPMG e PwC) nel documento “Measuring Stakeholder Capitalism - Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation”⁷⁵ trattata nel prosieguo del capitolo, risulta fornire un’analisi chiara e completa.

MSCI offre una strategia orientata alla disamina dei rischi e dei benefici degli investimenti correlati a tematiche ESG. Oltre alle esternalità positive sopra-anticipate, tale modello considera anche le eventuali esternalità negative connesse ai predetti investimenti. A titolo esemplificativo, se un’esternalità positiva può essere il maggior sforzo lavorativo connesso al miglioramento del welfare, l’esternalità negativa può essere la non capienza del costo sostenuto nel ritorno economico prodotto dall’incremento della produzione.

Tale metodologia parte dallo studio di variabili fornite dai seguenti punti:

1. rischi e opportunità rilevanti agli investimenti ESG che si vogliono intraprendere;
2. esposizione delle aziende a rischi e opportunità;
3. gestione dei rischi e delle opportunità;
4. immagine complessiva dell’azienda.

Sono poi definiti differenti temi per ciascuna macro-area ESG e per ciascun tema sono definite le diverse chiavi di analisi. Ciascuna chiave sarà poi analizzata nell’ottica di potenziali rischi ed eventuali benefici.

⁷⁵ Deloitte, EY, KPMG and PwC; *WHITE PAPER – Settembre 2020*.

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opportunities	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance	Board Pay	Ownership Accounting
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

Come si evince dalla tabella sopra-riportata sono stati registrati 10 temi divisi rispettivamente nelle tre aree: Environment, Social e Governance⁷⁶. Nella prima area (Environment) sono individuati 4 temi principali ovvero il cambiamento climatico, lo sfruttamento delle risorse ambientali, il problema dell'inquinamento e le eventuali opportunità collegate a questa area. L'analisi continua poi evidenziando diverse "chiavi" di lettura per ciascun tema. In un'analisi sulle esternalità ESG ovviamente non bisognerà considerare ciascun elemento fornito, ma si dovranno evidenziare solamente quelli inerenti al contesto di analisi. Proseguendo con l'area successiva (Social) si evince come i temi principali si dividano in due comparti: capitale umano e responsabilità del prodotto da un lato e opportunità dall'altro. Quest'ultimo a sua volta può essere distinto in opportunità per i prestatori d'interesse "classici" dell'azienda e in opportunità per la

⁷⁶ Del Giudice A.; *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*; G. Giappichelli Editore; 18 dicembre 2019.

collettività. Anche in detta area sono poi fornite le diverse “chiavi” di analisi. L’ultima area (Governance) si divide in corporate governance, ovvero il complesso di regole, processi, relazioni, strumenti operativi e sistemi aziendali utili per adottare la migliore gestione aziendale e in corporate behaviour, ovvero il comportamento che l’azienda adotta nel suo operato complessivo. Tali temi sono poi analizzati in chiave sostenibile ovvero, a titolo esemplificativo, come possano migliorare il welfare aziendale offerto ai dipendenti o come possano orientare l’azienda nell’individuare le modalità con cui porsi in rapporto con l’intero settore in cui opera.

Dopo aver analizzato gli aspetti generali di questa nuova area della finanza sostenibile, lo studio vuole fornire un’analisi approfondita di come questi temi abbiano impattato il settore del private equity e di come si sia creata un’area sostenibile in questo mercato il c.d. private equity sostenibile.

2.6 Private equity sostenibile

2.5.1 Criteri utili per delineare gli investimenti sostenibili

I soggetti operanti nel settore del private equity considerano l’investimento sostenibile sempre più centrale nelle loro valutazioni, infatti, se si analizza lo studio condotto dalla Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), il plafond complessivo di capitale impiegato negli investimenti sostenibili, tra i quali si ricorda essere compresi tutti gli investimenti rilevanti ai temi ESG, a livello mondiale è aumentato da 13.300 miliardi di dollari a inizio 2012⁷⁷ a 30.683 miliardi di dollari nel 2018⁷⁸.

Tale andamento si può riscontrare anche nel contesto italiano, infatti, nel territorio nazionale gli investimenti sostenibili, SRI (Sustainable Responsible Investment), stanno riscontrando un momento assai positivo. È doveroso sottolineare che in Italia il tessuto imprenditoriale è composto da moltissime PMI a gestione familiare, pertanto, bisogna prestare molta attenzione quando si tratta di private equity.

Tornando all’obiettivo di questo paragrafo, nella trattazione della tipologia di investimenti sostenibili si riporta la definizione fornita dall’EUROSIF ovvero

⁷⁷ Global Sustainable Investment Alliance; *GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2014*; disponibile nel sito <http://www.gsi-alliance.org>;

⁷⁸ Global Sustainable Investment Alliance; *GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2018*; disponibile nel sito <http://www.gsi-alliance.org>.

“l'investimento sostenibile e responsabile ("SRI") è un approccio di investimento orientato a lungo termine che integra i fattori ESG nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli all'interno di un portafoglio di investimento. Combina l'analisi fondamentale e l'impegno con una valutazione dei fattori ESG al fine di catturare meglio i rendimenti a lungo termine per gli investitori e di avvantaggiare la società influenzando il comportamento delle aziende”⁷⁹.

In relazione a quanto sopra, si evince che il fondo di investimento, qualora volesse orientarsi verso questa area e ottenere dei profitti, dovrà considerare nella sua analisi sia aspetti prettamente finanziari sia aspetti non finanziari ovvero dovrà compiere delle analisi ambientali, sociali e di buona governance.

Per delineare più correttamente come vengono individuati i diversi investimenti sostenibili all'interno di questo mercato è utile evidenziare la strategia fornita da “Investi Responsabilmente”⁸⁰, portale inerente al Forum per la Finanza, che si articola nei seguenti sei punti di analisi:

1. Esclusioni

Con tale criterio di analisi si vuole evidenziare a priori come ci sia un'esclusione esplicita di determinate aziende o settori o Paesi dal possibile numero di soggetti finanziabili in relazione a specifici principi e/o valori. Tra le metriche di esclusione più adoperate si sottolineano le seguenti: le armi, la pornografia, il tabacco o i test praticati sugli animali.

2. Convenzioni internazionali

Questo secondo criterio vuole mostrare come si possa adoperare una selezione sulla base del rispetto di norme e standard internazionali. Si sottolinea che tra i più utilizzati vi sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU (come ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR). A titolo esemplificativo sono riportati alcuni di questi:

- the United Nations Global Compact⁸¹;
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises⁸²;
- International Labour Organization conventions⁸³.

3. Best in class

⁷⁹ EUROSIF; *European SRI study 2018*; disponibile nel sito www.eurosif.org;

⁸⁰ Investi Responsabilmente; <https://investiresponsabilmente.it>;

⁸¹ United Nations Global Compact; <https://www.unglobalcompact.org>;

⁸² OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico); *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali*; disponibile nel sito <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf>;

⁸³ Organizzazione Internazionale del Lavoro; <https://www.ilo.org/global/lang--en/index.htm>.

Attraverso tale criterio le diverse aziende vengono selezionate con un approccio a due fasi: la prima concerne l'individuazione di tutte le aziende che perseguono obiettivi ESG, la seconda pondera i risultati conseguiti, in relazione ai criteri ambientali, sociali e di governance selezionando le posizioni migliori tra il campione individuato nella prima fase.

4. Investimenti tematici

Tale criterio divide le aziende in macro-aree utilizzando come discriminante l'obiettivo ESG perseguito. In relazione a quanto detto si avranno fondi che investono esclusivamente in aziende con orientamento ambientale, sociale o di buona governance.

5. Engagement

Perseguendo tale criterio vengono privilegiate le diverse aziende con le quali si può creare un rapporto durevole di partecipazione. In tal caso l'investimento non si "tramuterà" in un mero apporto di capitale, ma si creerà una vera e propria partnership tra azienda e fondo per perseguire gli obiettivi ESG. Attraverso tale investimento si vuole infatti influenzare definitivamente le strategie dell'impresa aumentando la loro consapevolezza nei temi ESG e il loro grado di trasparenza.

6. Impact investing

L'ultimo criterio vuole selezionare le imprese che effettuano investimenti mirati in temi ESG. In questa casistica, è improprio definire gli impatti ambientali, sociali e di buona governance come esternalità, in quanto sono i veri e propri obiettivi dell'azienda. I fondi di investimento valuteranno poi se tali obiettivi potranno generare dei ritorni economici. Tali tipologie di investimento possono essere realizzate sia in Paesi sviluppati sia in Realtà emergenti.

I fondi di private equity che lavorano in questa area perseguono sia obiettivi generali, in linea con i fondi operanti in altre aree, sia obiettivi specifici. La prima motivazione che spinge un fondo di investimento a finanziare aziende che integrano temi ESG è la riduzione del rischio correlata alla creazione di valore. Tale obiettivo, come accennato precedentemente, è perseguito da quasi tutti i fondi di private equity; la differenza riguarda le componenti che possono influenzare detto obiettivo. Se tradizionalmente i fondi valutano come le strategie aziendali possano presentare rischi più o meno elevati, in questa area oltre a tenere conto di quanto sopra, devono essere considerati anche i rischi strettamente connessi agli obiettivi ESG non essendo questi un comparto distinto rispetto al business aziendale. Essendo i fondi di private equity enti con scopo di lucro e

non fondazioni del terzo settore, è di facile intuizione capire come gli obiettivi di massimizzazione dei profitti e riduzione dei rischi non possano essere trascurati e anzi, essendoci ulteriori variabili da considerare, vadano valutati con maggiore attenzione. A titolo esemplificativo, la valutazione dei rischi ESG può considerare come, e se, la riduzione degli sprechi d'acqua possa tradursi in un risparmio sui costi evitando in primis delle sanzioni e in secondo luogo riducendo i costi di gestione.

La riduzione dei rischi e il corrispondente beneficio economico e sociale attraverso le c.d. pratiche di esclusione sono di facile comprensione, infatti le aziende che non attuano comportamenti scorretti non saranno sanzionate e la comunità ne guadagnerà in quanto non sono compiuti comportamenti nocivi. I fondi di investimento che danno rilevanza a questa strategia procedono con selezionare unicamente le aziende che escludono dalle loro attività condotte definite come moralmente scorrette ai danni dalla comunità.

I fondi di investimento in aree ESG, oltre a individuare aziende che creano valore attuando le strategie di cui sopra, ricercano anche realtà che perseguono veri e propri obiettivi ESG in quanto il maggior valore che possono ottenere è superiore rispetto all'investimento in aziende che adottano unicamente strategie di esclusione. La creazione di valore in relazione all'attuazione di obiettivi ESG, per i fondi di private equity, si tramuta in una maggiore capacità di vendere le proprie quote a investitori che reputano le tematiche ESG essenziali per i loro investimenti.

In conclusione, si evince come gli investimenti dei fondi di private equity sostenibile siano orientati verso aziende che perseguono obiettivi ESG, tali possono essere semplici esclusioni di pratiche definite scorrette ovvero veri e propri traguardi ESG come il miglioramento dell'impatto ambientale, la produzione di esternalità positive per la società e l'adozione di una buona governance per migliorare l'ambiente interno all'azienda. Non sempre tali obiettivi sono facilmente individuabili, specialmente in Italia. Tale difficoltà è dovuta alla dimensione delle imprese operanti nel nostro territorio ovvero dimensioni che non implicano la registrazione di queste informazioni. Mentre le società quotate di interesse pubblico devono fornire una serie di informazioni ai sensi della direttiva 2014/95/UE, del 22 ottobre 2014, ovvero il c.d. Bilancio di sostenibilità; le società non quotate non forniscono informazioni in merito all'impatto sull'ambiente, sulla società e sulle iniziative di governance pertanto i fondi di investimento, qualora dovessero considerare PMI per i loro investimenti, dovranno compiere una serie di ricerche e analisi

più approfondite rispetto a quando intraprendono la decisione di investire in realtà più grandi.

2.5.2 Soggetti attivi e passivi degli investimenti sostenibili

Durante la disamina di questo paragrafo si vuole evidenziare le caratteristiche dei diversi attori coinvolti in queste operazioni: in primis verrà fornita un breve analisi delle aziende che possono richiedere finanziamenti ai fondi di private equity sostenibili, in secondo luogo saranno evidenziate le caratteristiche di questi fondi e infine saranno trattati i bisogni dei diversi soggetti che forniscono capitale a detti fondi.

Soggetto passivo investimento

Le aziende che possono richiedere capitale ai fondi di private equity sostenibile sono tutte quelle società che perseguono obiettivi ESG nella loro strategia aziendale, siano questi inerenti al core business dell'impresa o solo inseriti nella value chain. Per un'analisi più approfondita di detti benefici e degli eventuali vantaggi che le aziende possono riscontrare qualora decidessero di investire in temi correlati agli aspetti ESG si rimanda al successivo capitolo.

Soggetto attivo investimento

I fondi di private equity che vogliono perseguire investimenti sostenibili devono adottare all'interno della propria policy una strategia di investimento in linea agli obiettivi ESG, la quale:

- permette di far percepire agli investitori e alle aziende la consapevolezza dell'importanza dei temi ESG;
- rende il fondo completamente trasparente: l'interesse a perseguire investimenti sostenibili comporta l'obbligo a rendere accessibili la rendicontazione dei risultati raggiunti rispetto a temi ESG.

Le policy dei vari fondi di investimento possono differenziarsi notevolmente le une dalle altre, a seconda dei livelli degli obiettivi del fondo: si passa da alcune policy che prevedono l'introduzione di alcune nuove linee di condotta in relazione agli aspetti ESG sino ad arrivare alla definizione di nuove policy interamente incentrate su questi temi.

L'obbligo di esternalizzare l'orientamento sostenibile e responsabile del fondo può sia rappresentare un elemento di rassicurazione e un vantaggio competitivo sia essere un criterio essenziale per le aziende in relazione alla scelta del fondo a cui appoggiarsi in

quanto possono sapere a priori se i loro obiettivi sono in linea con quelli del fondo ed evitare spiacevoli situazioni nelle fasi successive del percorso.

Solitamente le dimensioni di questi fondi sono abbastanza elevate in quanto l'adozione di queste nuove policy comporta l'incremento dei costi che potrebbero risultare insostenibili per fondi con poca capitalizzazione. A titolo esemplificativo, si evince la presenza di maggiori costi se si pensa al costo legato al personale del fondo. Essendo diverse le capacità richieste per poter gestire dei fondi di private equity sostenibile (oltre alle competenze ordinarie presenti in tutti i fondi di private equity si aggiungono competenze specifiche in relazione ai temi ESG perseguiti) questi fondi devono avere un capitale umano elevato per poter rispondere a tutte le esigenze e poter attuare al meglio le strategie perseguite.

Per migliorare il percorso di assimilazione dei temi ESG, il fondo dovrà essere composto da soggetti motivati e competenti in detti temi i quali, se necessario, dovranno essere in grado di formare i manager delle varie aziende in cui investiranno. Qualora non fosse possibile possedere tali competenze all'interno del fondo, quest'ultimo dovrà ottenerle dall'esterno pagando quindi delle consulenze. Pertanto, qualora ci si appoggi a un fondo di private equity sostenibile si potrà avere la certezza di lavorare con investitori in possesso di elevate competenze in materia di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.

L'interesse degli investitori sui gestori dei fondi private equity, come vedremo nel prosieguo del paragrafo, porta detti fondi a perseguire temi ESG nelle loro strategie e come naturale conseguenza di ciò avviene una modifica nei processi di investimento. Nel dettaglio, i fondi di private equity sostenibile prediligono investimenti in aziende ove possano incidere concretamente nelle strategie aziendali. Questo aspetto, come sarà descritto più approfonditamente nel paragrafo successivo, è essenziale per poter ridurre i rischi legati a detti investimenti.

In conclusione, i fondi di private equity sostenibile si differenzieranno tra loro in ragione dei diversi obiettivi ESG che intendono perseguire, ma avranno tutti le medesime caratteristiche:

- elevate disponibilità di capitale;
- competenze specifiche nel tema ESG che perseguono;
- preferenza di investimenti con elevata partecipazione del fondo alle strategie aziendali.

Soggetti che forniscono capitale ai fondi

Come anticipato nel primo capitolo i diversi fondi di private equity effettuano delle campagne per “raccolgere” il capitale tra diversi campioni di soggetti i quali condividono gli investimenti del fondo e vogliono ottenere delle marginalità sul proprio investimento. Anche i fondi di private equity sostenibile devono raccogliere il capitale da soggetti terzi, pertanto, per comprendere le potenzialità di questa nuova area del mercato di private equity è necessario constatare i bisogni dei nuovi investitori.

La conoscenza dei temi ESG è sempre più quotidiana e come anticipato nel precedente paragrafo anche la recente pandemia ha incrementato l'interesse verso questi temi, pertanto, i fondi di private equity non possono più trascurare detto bisogno. In aggiunta a quanto detto l'adozione di alcuni principi di organizzazioni del settore come i Principles for Responsible Investment (PRI) hanno facilitato l'adozione di questi temi.

Pertanto, in un contesto ove l'informazione sostenibile può essere evidenziata dai diversi fondi i soggetti che hanno maggiormente apprezzato questa nuova area del private equity sono i “millennials”.

Riprendendo l'analisi del Pew Research Center, i soggetti c.d. “millennials” possono essere definiti come le persone nate nell'arco temporale che va dal 1981 al 1996. Alla data odierna abbiamo quindi un campione di soggetti con età compresa tra i 24 e 39 anni ovvero i soggetti che iniziano a percepire i primi redditi stabili. Tale informazione è molto importante in quanto detto campione sarà partecipe nel mercato del private equity per molti anni.

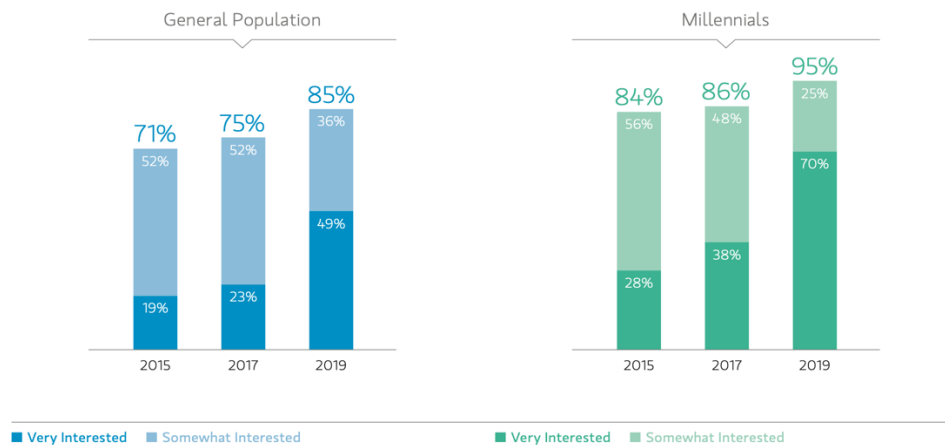
Nel dettaglio, un'analisi condotta da Morgan Stanley⁸⁴ evidenzia quattro aspetti fondamentali in relazione alle tematiche ESG:

- il primo punto evidenzia l'interesse in detti investimenti: Morgan Stanley differenzia l'analisi tra un campione di investitori generale e i c.d. “millennials”. L'interesse dei primi ha raggiunto quota 85%, ovvero quasi 9 persone su 10 reputano rilevanti i temi ESG, tale percentuale aumenta sino al 95% se si considera l'opinione dei “millennials”. Se si considera invece la percentuale di soggetti che hanno effettivamente investito in progetti ESG, questa passa dal 52% della popolazione generale al 67% dei “millennials”, tale dato è in linea con quanto detto ovvero un interesse dei “millennials” sempre maggiore per questi temi. Il confronto tra la percentuale di chi

⁸⁴ Morgan Stanley è una banca d'affari, con sede a New York; <https://www.morganstanley.com>.

reputa interessante tali obiettivi e di chi effettivamente effettua degli investimenti può essere ridotto ulteriormente in relazione a quanto i fondi di private equity sostenibile riescono a coinvolgere i propri investitori nei loro progetti.

Tali dati sono evidenziati anche nel grafico sotto-riportato⁸⁵, il quale mostra come per il campione generico tali percentuali sono cresciute di quasi il 15% dal 2015 al 2019 e di più del 10% per i “millennials” nel medesimo periodo.



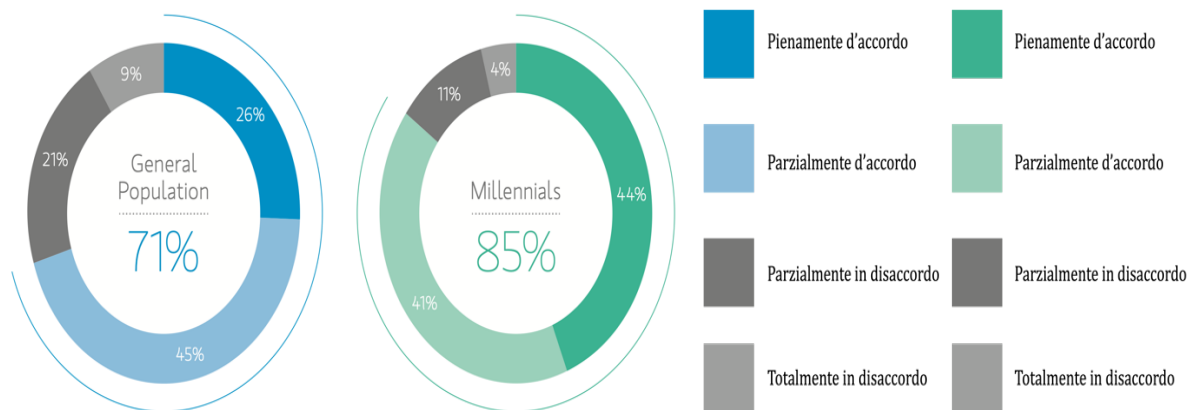
- il secondo punto dell’analisi mira a individuare quanto la componente personalizzabile sia fondamentale nei criteri di scelta degli investitori. Dal campione analizzato si evince che l’84% degli intervistati generici vuole poter adattare i propri investimenti ai valori che ritiene personalmente corretti, tale percentuale aumenta di 6 punti percentuali arrivando al 90% se si considera il campione dei “millennials”. Da questi dati si evince come gli investitori desiderino investire il proprio capitale in progetti che ritengono personalmente corretti. Un altro aspetto analizzato è l’esigenza di un ritorno economico dal proprio investimento. Questi dati mostrano che indipendentemente dal fatto che gli investimenti abbiano una finalità etica il ritorno economico rimane una prerogativa. Tra i soggetti del campione generico, il monitoraggio dell’impatto del ritorno sui propri investimenti raggiunge l’84% del campione, tale percentuale sale al 91% tra i “millennials”. L’informazione che si ottiene da quest’ultimo valore è che i nuovi investitori sono più attenti alle tematiche

⁸⁵ Morgan Stanley; *Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice*; 2019.

ESG, ma non trascurano l'impatto finanziario che questi possono avere sul loro portafoglio.

La trattazione degli altri due punti sarà ripresa in conclusione di questo paragrafo in quanto si vuole dare evidenza a ulteriori differenze tra i campioni considerati dallo studio di Morgan Stanley.

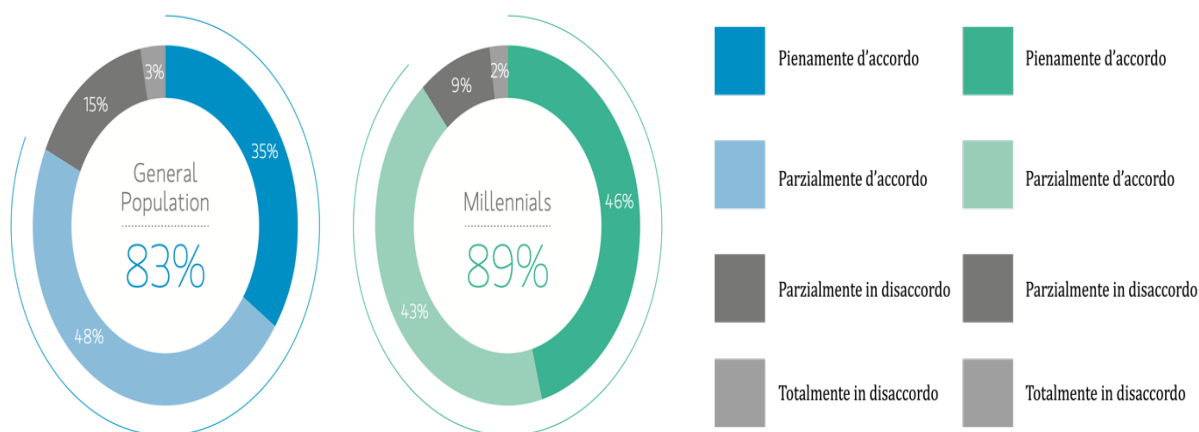
Tale analisi ha proposto ai medesimi campioni due importanti quesiti per valutare la loro relazione con i temi ESG. Il primo riguarda la possibilità che le loro decisioni di investimento possano influenzare il cambiamento climatico causato dalle attività umane. Il grafico sotto-riportato evidenzia come i due campioni abbiano dato risposte a grandi linee simili con una prevalenza nel poter influenzare il cambiamento climatico da parte dei "millennials"⁸⁶.



Il secondo quesito attiene alla possibilità che le scelte di investimento possano incentivare un'eventuale crescita dell'economia reale e che a sua volta possa incidere nella riduzione del divario tra ricchi e poveri. I dati evidenziati dal grafico mostrano come nei due campioni il trend di risposte sia simile e in ambo i casi le risposte positive sono superiori ai $\frac{3}{4}$ dell'intero campione⁸⁷.

⁸⁶ Morgan Stanley; *Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice*; 2019;

⁸⁷ Ibidem.



Gli ultimi due punti dell'analisi condotta da Morgan Stanley la strategia di confrontare i soggetti in due distinti campioni e completa l'analisi studiando unico campione generico.

Nel dettaglio:

- il terzo punto mostra come su un campione di 100 investitori 86 di questi considerino che le pratiche ESG all'interno dell'azienda possano migliorare la redditività dell'impresa. L'88% ritiene inoltre che il bilanciamento tra marginalità finanziarie e obiettivi ESG sia un obiettivo possibile⁸⁸. Da quanto si evince dalla predetta analisi il campione ritiene possibile bilanciare le due componenti, ma rimane restio su come sia possibile portare a termine questo; sarà compito dei diversi fondi, visto l'interesse ormai noto degli investitori, delineare la strategia concreta per bilanciare i due obiettivi.
- il quarto punto vuole mostrare come l'opinione del campione sia negativa se relazionata alla mole di investimenti attinenti all'area ESG. Nel dettaglio quasi 2/3 del campione ha evidenziato la mancanza di soluzioni finanziarie in linea con i propri obiettivi ESG⁸⁹. Tale aspetto può comunque essere letto con una chiave di lettura positiva in quanto, preso nota del bisogno di tali investitori, i fondi di private equity sostenibile possono creare delle strategie in linea con detti obiettivi e rispondere quindi a questa domanda non ancora considerata.

Visto il forte interesse nei vari temi ESG il paragrafo seguente vuole evidenziare come i fondi di private equity possano assimilare tali obiettivi nelle loro strategie.

⁸⁸ Morgan Stanley; *Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice*; 2019;

⁸⁹ Ibidem.

2.5.3 L'integrazione dei criteri ESG nel processo di investimento

I fondi di investimento in private equity hanno ormai assimilato l'esigenza di considerare le tematiche ESG, pertanto si vuole fornire una descrizione su come questi impattino concretamente le loro diverse azioni.

Descrivere delle strategie e pensare che queste siano univoche per tutti i fondi potrebbe risultare inopportuno in quanto un minimo di diversificazione risulterebbe inevitabile. Quello che si vuole fornire nel presente paragrafo è una descrizione dei diversi parametri che i fondi di private equity sostenibile dovrebbero adottare.

Per individuare una prima serie di parametri si considera la Guida per i General Partners dei Principles for Responsible Investment (PRI), la quale si articola nei seguenti punti:

1. Promozione della cultura aziendale sui temi di sostenibilità

Tale obiettivo è perseguito fornendo competenze in merito agli aspetti ambientali, sociali e di governance. Nel concreto viene modificato quello che è il sistema di valutazione adottato dalle risorse umane, integrandolo con obiettivi ESG.

2. Integrazione degli ESG nei diversi step del processo di investimento

L'integrazione dei temi ESG deve avvenire in tutte le varie fasi dell'attività del fondo pertanto sin dalla fase iniziale, ovvero quella di selezione, devono essere già presenti. Tali aspetti sono ben evidenziati anche nello svolgimento della due diligence e ovviamente rivestono un ruolo fondamentale nella scelta finale di investimento. In seguito alla scelta dell'azienda su cui investire, verrà formulato un accordo che evidenzierà nel dettaglio tali temi e il report finale non esulerà dal fatto di darne evidenza in relazione ai risultati ottenuti.

3. Integrazione dell'esperienza del fondo con l'attività di SGR

Come anticipato precedentemente, non essendo possibile standardizzare un unico metodo applicativo per tutti i possibili scenari è necessario individuare l'equilibrio tra le componenti standard e quelle personali di ciascun fondo.

Alternativamente a quanto sopra i fondi di investimento possono adottare le linee guida fornite dalla Nazioni Unite e creare delle strategie che inglobano tali fattori. Le Nazioni Unite hanno sviluppato i Principles for Responsible Investment (PRI) ovvero 6 principi attraverso i quali si vuole incrementare il numero degli investimenti ESG. Qualora i fondi di investimento dovessero adottare detti principi dovranno rispettare e applicare i seguenti "comandamenti":

1. *“Principio 1: incorporeremo le questioni ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali;*
2. *Principio 2: saremo proprietari attivi e incorporeremo le questioni ESG nelle nostre politiche e pratiche di proprietà;*
3. *Principio 3: Cercheremo un'adeguata informativa sulle questioni ESG da parte delle entità in cui investiamo;*
4. *Principio 4: Promuoveremo l'accettazione e l'attuazione dei Principi nel settore degli investimenti;*
5. *Principio 5: lavoreremo insieme per migliorare la nostra efficacia nell'attuazione dei Principi;*
6. *Principio 6: Ciascuno di noi riferirà sulle proprie attività e sui progressi compiuti nell'attuazione dei Principi”⁹⁰.*

Tale iniziativa da parte delle Nazioni Unite si presenta come un network di investitori che decidono di perseguire gli obiettivi ESG e vuole fornire ai diversi fondi di private equity delle linee guida per la loro attività.

Il prosieguo del paragrafo vuole esaminare come i fondi di private equity inseriscano nella loro due diligence gli aspetti ESG. Nel dettaglio questi temi devono essere considerati in tutti e tre i seguenti passaggi:

1. valutare le opportunità e rischi annessi al settore;
2. evidenziare le opportunità specifiche nell'investimento in una determinata impresa non trascurando gli eventuali rischi;
3. elaborare la migliore strategia per perseguire tutte le opportunità e tenere sotto controllo i rischi.

Rispetto a un'analisi generica, i fondi di private equity sostenibile devono considerare gli eventuali vantaggi da investimenti in aziende con obiettivi ESG ponderandoli agli eventuali maggiori rischi dettati dalla tipologia di investimento sostenibile. Operativamente sono diversi gli strumenti per ottenere queste informazioni, a titolo esemplificativo vi sono i questionari o le checklist, ove vengono individuate le diverse aree aziendali da studiare, le ispezioni da svolgere, i documenti da esaminare, le ricerche che dovranno essere effettuate presso i pubblici uffici e le perizie di eventuali consulenti esterni che dovranno essere richieste.

⁹⁰ *Principles for Responsible Investment*; disponibile nel sito <https://www.unpri.org/pri>;

È doveroso informare che raramente detti strumenti sono esaustivi nell'analisi delle diverse situazioni nelle imprese, soprattutto qualora il campione d'imprese studiato risulti essere composto da imprese di piccole dimensioni. In tal caso vengono effettuate delle analisi dirette ovvero vengono studiati i processi aziendali nel dettaglio andando a integrare le informazioni fornite dai predetti documenti.

Si sottolinea che la due diligence svolta su società ESG presenta studi che vengono svolti anche su aziende non ESG, a titolo esemplificativo si pensi allo studio di alcune questioni di sostenibilità in relazione agli aspetti sociali e di governance che sono solitamente incluse in tutte le procedure di due diligence, poiché essenziali per l'analisi della scelta decisionale di investire o meno. Quello che cambia tra l'analisi di aziende con obiettivi ESG e quelle tradizionali è come detti aspetti vengano analizzati. Se nell'analisi tradizionale si valuta solo l'impatto generale che questi fattori possono avere nel contesto aziendale (un'analisi a posteriori), nello studio di aziende con obiettivi ESG vengono individuati in primis le opportunità e i benefici specifici connessi a detti aspetti e in secondo luogo viene definita una strategia per valorizzarli (un'analisi proattiva).

In aggiunta a quanto detto, nell'analisi di due diligence per le aziende con obiettivi ESG la presenza di questi temi non viene considerata in modo tacito (assunta come verità sulla base delle dichiarazioni dell'azienda), ma deve essere documentata e provata. In relazione a quanto detto, molte volte i fondi di investimento vogliono ottenere dei documenti che provino il coinvolgimento nei temi ESG e in alcuni casi arrivano sino a compiere delle vere e proprie verifiche nella value chain dell'impresa.

I fondi di private equity sostenibile oltre a selezionare tutte le aziende che perseguono determinati obiettivi ESG, compiono congiuntamente un'esclusione di tutte le società che adottano comportamenti moralmente scorretti. A titolo esemplificativo, sono solitamente escluse tutte le aziende che delocalizzano la produzione in Paesi che non garantiscono la tutela e il rispetto dei diritti lavorativi.

Paradossalmente, molti fondi di private equity sostenibile ricercano profili con basse performance ESG in quanto durante il ciclo di "partnership" con dette aziende si vuole incrementare dette performance per ottenere maggiori marginalità. Tuttavia, l'investimento risulta essere profittevole solamente quando il fondo riesce a incidere concretamente su detti obiettivi in quanto in caso contrario l'effetto ottenuto risulta essere quello di minori marginalità rispetto agli investimenti in aziende con obiettivi ESG già consolidati.

In estrema sintesi, si può affermare che i fondi di private equity sostenibili valutano la presenza di obiettivi ESG o comportamenti scorretti come discriminante iniziale, valutano in secondo luogo la potenzialità di crescita in relazione alle prospettive future e selezionano le aziende o con la migliore ponderazione di queste caratteristiche o quelle più in linea con i propri obiettivi.

In conclusione, si vuole evidenziare una delle fasi più delicate nel mercato del private equity ovvero la fase di exit. Come visto nel precedente capitolo in questa fase il fondo monetizza il proprio investimento e l'azienda chiude il rapporto partecipativo con il fondo. Nei casi tradizionali il fondo valuta il successo dell'investimento in relazione alla marginalità ottenuta mentre l'azienda pondera il giudizio in relazione alla posizione che ha ottenuto nel mercato. In presenza di investimenti sostenibili oltre a queste variabili viene valutato l'impatto ottenuto sugli obiettivi ESG. Entrambe le parti valutano positivamente l'operato sia se l'obiettivo ESG ha generato esternalità positive per soggetti terzi sia se detto investimento ha incrementato il valore dell'azienda.

Come anticipato il private equity sostenibile non può prevedere uno standard univoco per le strategie di investimento pertanto ciascun fondo dovrà sviluppare strategie che si adattano ai diversi scenari ESG. L'esperienza del fondo in diversi settori permetterà quindi di sviluppare un maggior numero di strategie praticabili.

Se da un lato non è possibile quindi identificare una strategia per tutti i fondi, è possibile evidenziare invece una caratteristica che non può prescindere nell'operato dei fondi di private equity sostenibile. Come si è visto nel primo capitolo le diverse operazioni si differenziano in base a quanto il fondo influenzi la strategia aziendale, l'operato dei fondi di private equity sostenibili non possono non presentare un'influenza notevole in detta strategia in quanto i fondi devono supervisionare e collaborare con gli imprenditori per migliorare gli aspetti ESG. Tale caratteristica è apprezzata da entrambi i soggetti in quanto l'imprenditore vuole migliorare il proprio impatto ESG ed essere sicuro che esso possa configurarsi come un valore aggiunto per la sua impresa; il fondo invece ha tutto l'interesse di migliorare detti temi in quanto nel momento di exit, maggiore sarà questo incremento, maggiore saranno le possibilità di ottenere buone marginalità dalla vendita delle quote a futuri acquirenti interessati a progetti sostenibili.

È importante sottolineare come i fondi possano richiedere una rendicontazione specifica sugli aspetti di sostenibilità in quanto attraverso tali dati possono monitorare lo sviluppo del loro progetto e relazionarlo a dei parametri per valutarne la creazione di valore. Detto

aspetto può risultare vantaggioso anche per l'azienda che ottiene un'analisi dettagliata sul valore del suo investimento ESG.

Operativamente, le rendicontazioni degli impatti dell'attività dei gestori dal punto di vista ESG dovrebbero essere distinte su due diversi livelli:

- impatti indiretti;
- impatti diretti.

I primi si riferiscono alla creazione di valore da parte delle aziende che perseguono obiettivi ESG. I secondi si riferiscono agli investimenti del fondo, pertanto, analizzano le performance delle imprese partecipate in chiave di possibile marginalità⁹¹.

Un'analisi a due livelli è utile in quanto non tutti i fondi attribuiscono il medesimo peso a entrambi gli impatti, pertanto, qualora un fondo prediligesse unicamente gli impatti diretti, uno studio con questa metodologia può essere utile all'impresa stessa che partendo dai dati sugli impatti indiretti può migliorare autonomamente il proprio rendimento.

Il tema della creazione di valore nell'ambito del private equity sostenibile è un tema di forte dibattito in quanto attribuendo alla valutazione degli obiettivi ESG valori non finanziari è difficile attribuirne un valore empirico confrontabile tra i diversi investimenti.

2.5.4 Valutazione private equity sostenibile

Assodato che gli obiettivi ESG comportano un'analisi non finanziaria, il presente paragrafo vuole fornire dei criteri di valutazione oggettivi e confrontabili che permettono sia ai fondi sia alle imprese di valutare l'impatto del loro investimento ESG.

Le 4 società di revisione più grandi a livello internazionale, le c.d. Big Four, hanno sviluppato un'analisi sui temi ESG⁹² suddividendo detti obiettivi in 4 pilastri nei quali hanno poi individuato più di 40 temi complessivi che analizzano la creazione di valore.

In relazione a questi temi lo studio vuole fornire dei criteri di analisi per poter confrontare le diverse aziende.

Il primo pilastro analizzato è quello relativo alla governance e si suddivide nei seguenti punti:

⁹¹ A.I.F.I.; *Private equity sostenibile - Una guida per gli operatori del mercato italiano*; Forum per la finanza sostenibile;

⁹² Deloitte, EY, KPMG and PwC; *WHITE PAPER – Settembre 2020*.

1. Impostazione dello scopo

Valutazione dello scopo dichiarato dall'azienda, inteso come i mezzi attraverso i quali un'azienda propone soluzioni a questioni ambientali e sociali oltre a quelle economiche. Lo scopo aziendale per essere in linea con i temi ESG dovrebbe consistere nella creazione di valore per tutti i soggetti coinvolti con l'azienda.

2. Composizione degli organi di governance

Valutazione della composizione dell'organo di controllo in merito a competenze sia su temi economici sia su temi ESG. Tale valutazione viene effettuata in relazione all'indipendenza di detto organo, al numero di posizioni e impegni assunti, alla natura di questi e all'eventuale appartenenza a gruppi sociali.

3. Questioni materiali che incidono sugli stakeholder

Valutazione degli argomenti rilevanti per le principali parti interessate: analisi su come l'azienda abbia identificato le tematiche da perseguire e come abbia informato i soggetti esterni interessati.

4. Anticorruzione

Tale valutazione viene distinta in tre punti:

- 1) analisi della percentuale complessiva di dipendenti e amministratori con formazione su politiche e procedure anticorruzione rispetto al numero complessivo dell'organico lavorativo;
- 2) conteggio del numero totale e della natura di eventuali episodi di corruzione riferiti sia all'anno in cui viene svolta l'analisi sia all'anno precedente;
- 3) presenza di iniziative ovvero coinvolgimento degli stakeholder per incrementare la lotta alla corruzione.

5. Consulenza etica protetta e meccanismi di segnalazione

Valutazione dei meccanismi interni ed esterni in relazione alla ricerca di consigli su comportamenti etici, legali e integrità organizzativa ovvero su eventuali segnalazioni di problemi relativi a condotte non etiche o illegali e all'eventuale mancanza di integrità organizzativa.

6. Integrare rischio e opportunità nel processo aziendale

Valutazione di quanto l'azienda sia propensa al rischio aziendale e su quanta documentazione fornisca a sostegno delle opportunità. Nel dettaglio, per quanto concerne il rischio si valuta quanto l'azienda sia propensa a perseguire strategie rischiose e quante di quelle condotte fino al momento dell'analisi siano state compiute con successo mentre

per quanto riguarda le opportunità si valutano la bontà della mole di informazioni raccolte, le eventuali strategie perseguite e quante di esse siano state mantenute fino al compimento dell'obiettivo.

7. Gestione mirata

Valutazione di quanto il tema ESG enunciato dall'azienda sia effettivamente incorporato nelle diverse strategie aziendali, nelle politiche finanziarie e industriali e quanto sia coerente con gli obiettivi generali dell'azienda.

8. Progressi contro le pietre miliari strategiche

Valutazione di tutto il materiale messo a disposizione dall'azienda sia in riferimento agli obiettivi strategici sia in relazione alle tematiche ESG. Detta analisi va condotta in relazione agli obiettivi che dovrebbero essere raggiunti nell'anno di analisi e quelli raggiunti nell'anno precedente. Da valutare come la consapevolezza degli obiettivi ESG abbia impattato le strategie andando a modificare le pietre miliari che hanno contribuito a produrre reddito negli anni precedenti.

9. Allineamento della strategia e delle politiche al lobbismo

Valutazione delle problematiche significative dell'azienda in relazione all'eventuale sviluppo di politiche pubbliche e attività di lobbismo.

10. Perdite monetarie da comportamenti non etici

Valutazione dell'importo totale di eventuali perdite monetarie in relazione a procedimenti legali associati a pratiche scorrette come: frode, insider trading, antitrust, comportamenti che violano la concorrenza, manipolazione del mercato e negligenza.

11. Temi economici, ambientali e sociali nell'allocazione del capitale strutturale

Valutazione dello stanziamento di risorse da parte dell'organo di controllo in relazione agli obiettivi ESG e per le spese connesse alla supervisione di tali progetti.

In relazione al secondo pilastro, ovvero quello attinente all'ambiente, si sottolineano i seguenti temi:

1. Emissioni di gas serra (GHG)

Valutazione dell'impatto sull'ambiente relativo all'emissione dei gas serra come l'anidride carbonica, il metano, il protossido di azoto o i gas fluorurati. Tale dato si misura in tonnellate metriche di gas immessi. Molte volte le aziende effettuano delle previsioni di emissioni, in tal caso per la valutazione è utile verificare se detti progetti sono stati rispettati o meno.

2. Implementazione TCFD

Valutazione della presenza o meno di una Task Force relativa al clima (TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosures). In caso negativo si può considerare un periodo di mora pari a un massimo di tre anni per l'attuazione di tale squadra. L'obiettivo di questa squadra è "assorbire" gli obiettivi di climate change a livello internazionale e creare delle strategie aziendali che possano aiutare a raggiungere detti obiettivi.

3. Uso del suolo e sensibilità ecologica

Valutazione dell'eventuale presenza di siti di proprietà utilizzati o affittati in aree protette. Tale valutazione è commisurata al numero di siti e all'area complessiva espressa in ettari.

4. Consumo e prelievo di acqua in aree a stress idrico

Valutazione dell'ammontare complessivo di acqua utilizzata nelle attività di produzione industriale. Si analizza la quantità di acqua consumata ponderando tale misura in relazione allo stress idrico di quella regione. Tale analisi deve essere svolta per ciascuna azienda della catena di valore dell'impresa.

5. Obiettivi per le emissioni di GHG allineati agli Accordi di Parigi

Qualora le aziende adottassero degli obiettivi in linea con quelli identificati negli Accordi di Parigi, la valutazione attiene ai progressi e avviene utilizzando dei dati scientifici, con la "scaletta" programmata in detti accordi. Nel dettaglio, gli Accordi di Parigi prevedono di raggiungere entro il 2050 le zero emissioni di gas serra.

6. Uso del suolo e sensibilità ecologica

Valutazione commisurata al consumo del suolo, tale analisi deve essere condotta sull'intera catena di valore dell'impresa e si sviluppa in tre punti:

- eventuale percentuale di superficie di terreno utilizzata per la produzione di piante, animali o beni minerali sull'intera superficie di suolo sfruttata dall'impresa;
- percentuale di variazione annuale dell'area di terreno impiegata per la produzione di prodotti vegetali, animali o minerali di base sulla superficie totale;
- percentuale della superficie terrestre di cui al primo punto riconosciuta da una certificazione di sostenibilità o in un programma condiviso di gestione sostenibile.

7. Impatto dell'uso del suolo e della conversione

Valutazione su tutta la catena del valore dell'impresa dell'impatto di utilizzo del suolo e dell'eventuale conversione degli ecosistemi presenti.

8. Impatto del consumo e del prelievo di acqua dolce

Valutazione su tutta la catena del valore dell'impresa dell'effettivo consumo di acqua dolce.

9. Inquinamento dell'aria

Valutazione della presenza sull'intera catena di valore dell'impresa di ossidi di azoto (NOx), ossidi di zolfo (SOx), e di altri gas nocivi. Il dato deve essere ponderato all'eventuale presenza nelle zone adiacenti ad aree urbane.

10. Impatto dell'inquinamento atmosferico

Valutazione sull'intera catena di valore dell'impresa dell'impatto stimato dell'inquinamento atmosferico, compresi gli ossidi di azoto (NOx), gli ossidi di zolfo (SOx), particolato o altri gas nocivi.

11. Nutrienti

Valutazione sull'intera catena di valore dell'impresa dell'eventuale sfruttamento di azoto, fosforo e potassio nei fertilizzanti consumato.

12. Impatto dell'inquinamento idrico

Valutazione sull'intera la catena di valore dell'impresa della presenza o meno di un impatto dell'inquinamento idrico. Nell'analisi devono essere considerati tutti i nutrienti in eccesso, i metalli pesanti e eventuali altre tossine.

13. Plastica monouso

Valutazione sull'intera la catena di valore dell'impresa della quantità, espressa in tonnellate, di plastica monouso utilizzata. Nell'analisi sono considerate come "plus" le eventuali propagande finalizzate a sensibilizzare il tema del riciclo e dello spreco.

14. Impatto dello smaltimento dei rifiuti solidi

Valutazione sull'intera la catena di valore dell'impresa dell'impatto sociale correlato allo smaltimento dei rifiuti solidi, comprese a titolo esemplificativo le materie plastiche.

15. Circolarità delle risorse

Valutazione della presenza di un sistema circolare dello sfruttamento delle risorse. Tale valutazione oltre alla presenza del sistema deve considerare l'effettivo beneficio economico di detto sistema.

In relazione al terzo pilastro, ovvero quello attinente alla persona, si sottolineano i seguenti punti:

1. Diversità e inclusione

Valutazione sulla percentuale di dipendenti per categoria (categorie protette), per fascia di età (occupazione giovanile), genere e altri indicatori di diversità come l'etnia.

2. Uguaglianza della paga

Valutazione del rapporto tra stipendio base e retribuzione per ogni dipendente in relazione sia alla diversa categoria sia al genere o ad altri fattori distintivi.

3. Livello salariale

L'analisi sul livello salariale può essere suddivisa in due punti. Il primo consiste nella valutazione del salario standard di ingresso in relazione al salario minimo locale per legge. Il secondo confronta il compenso annuo dell'amministratore delegato con la media della retribuzione annua dei dipendenti.

4. Rischio di episodi di lavoro minorile, forzato o obbligatorio

Valutazione sull'intera catena di valore dell'impresa dell'eventuale presenza di episodi di lavoro minorile o di lavoro svolto in condizioni contrarie ai diritti dell'uomo. Questa analisi dovrebbe essere svolta con molta attenzione qualora l'impresa avesse sedi in Paesi o aree geografiche considerate a rischio.

5. Salute e sicurezza

Valutazione sia sul numero di incidenti mortali durante l'orario lavorativo sia sul tasso di infortuni. Tale analisi deve essere ponderata al numero di ore effettivamente lavorate e alla conoscenza in merito al tema "sicurezza sul lavoro" da parte dei dipendenti. Un plus in questa valutazione consiste nelle eventuali facilitazioni mediche concesse ai dipendenti.

6. Formazione fornita

Valutazione sulla presenza o meno di corsi gestiti o organizzati dall'impresa in merito alla formazione dei propri dipendenti. L'analisi consiste nella ponderazione delle ore di corsi fornite sul numero totale di dipendenti.

7. Divario retributivo

Valutazione sul divario retributivo in chiave esterna all'azienda: confronto del salario tra posizioni lavorative simili in aziende confrontabili.

8. Incidenti di discriminazione e molestie e totale importo delle perdite monetarie

Valutazione sull'eventuale presenza di episodi di discriminazione e molestie durante l'orario lavorativo o in relazione ai comportamenti dei dipendenti al di fuori del predetto orario. Tale aspetto ha degli impatti economici in relazione alle eventuali sanzioni o processi a carico all'azienda.

9. Libertà di associazione e contrattazione collettiva a rischio

Tale valutazione si divide in due differenti aspetti: il primo concerne all'eventuale presenza di contrattazione collettiva, il secondo all'eventuale presenza di limitazioni alla libertà di associazione.

10. Revisione dei diritti umani, impatto del reclamo e schiavitù moderna

La valutazione viene divisa in tre differenti punti di analisi:

- A. presenza e numerazione di eventuali operazioni oggetto di revisione dei diritti umani;
- B. presenza e numerazione di eventuali reclami in relazione a questione su questi diritti;
- C. presenza e numerazione di eventuali operazioni con fornitori considerati a rischio significativo per quanto concerne la violazione dei medesimi diritti.

11. Benessere dei dipendenti

La valutazione del benessere dei dipendenti può essere svolta analizzando in primis il numero di decessi a causa di problemi di salute legati al lavoro stesso o a degli infortuni durante l'orario lavorativo e in secondo luogo considerando l'ammontare di welfare messo a disposizione dall'azienda.

12. Numero di posizioni qualificate e non qualificate

Valutazione sul numero di posizioni correttamente qualificate, inteso come rapporto tra quest'ultime e il numero complessivo di posizioni.

13. Impatti monetizzabili dalla formazione: aumento della capacità di guadagno come a risultato dell'intervento di formazione

Valutazione sulla formazione aziendale in relazione alle nuove conoscenze apprese dai dipendenti durante il percorso lavorativo. Tale analisi deve essere svolta rapportando le maggiori conoscenze dei dipendenti alle risorse complessive destinate dall'azienda alla formazione. La valutazione è positiva se le nuove conoscenze apprese dai dipendenti generano anche ritorni economici maggiori all'impresa.

In relazione all'ultimo pilastro, ovvero quello attinente alla prosperità, si sottolineano i seguenti temi:

1. Numero assoluto e tasso di occupazione

Valutazione in merito alla prospettiva di nuove assunzioni di dipendenti. Tale analisi considera sia il numero di dipendenti totali che verranno assunti sia il numero di questi suddivisi per categorie, genere o altri parametri.

2. Contributo agli investimenti finanziari

Valutazione degli investimenti programmati. Tale analisi considera le spese in conto capitale (CapEx) al netto degli ammortamenti.

3. Spese totali di ricerca e sviluppo

Valutazione sull'eventuale presenza di costi per ricerca e sviluppo e sulla quantificazione dell'ammontare di questi.

4. Investimenti infrastrutturali

Valutazione sull'eventuale presenza di investimenti in infrastrutture. Tale analisi si suddivide in:

- A. numero di infrastrutture pianificate ed estensione delle stesse;
- B. impatti previsionali di queste nuove strutture sulla comunità locale in relazione sia alle esternalità positive che negative;
- C. natura dei fondi utilizzati per detti investimenti.

5. Impatti economici indiretti significativi

Valutazione di eventuali impatti economici indiretti sia in relazione alla comunità locale sia in relazione agli stakeholder dell'azienda.

6. Valore sociale generato

Valutazione sull'eventuale presenza di valore sociale generato dall'impresa. Tale analisi si sviluppa considerando l'ammontare dei ricavi dalla vendita di prodotti/servizi con esternalità positive rapportato ai ricavi complessivi.

7. Indice di vitalità

Valutazione sulla vitalità dell'impresa: rapporto tra i ricavi generati dai nuovi investimenti in relazione ai ricavi complessivi.

8. Investimento sociale totale

Valutazione sul totale degli investimenti ESG. Tale analisi consiste nel confrontare i costi sostenuti per obiettivi ESG in relazione ai costi complessivi.

9. Imposta totale pagata per Paese

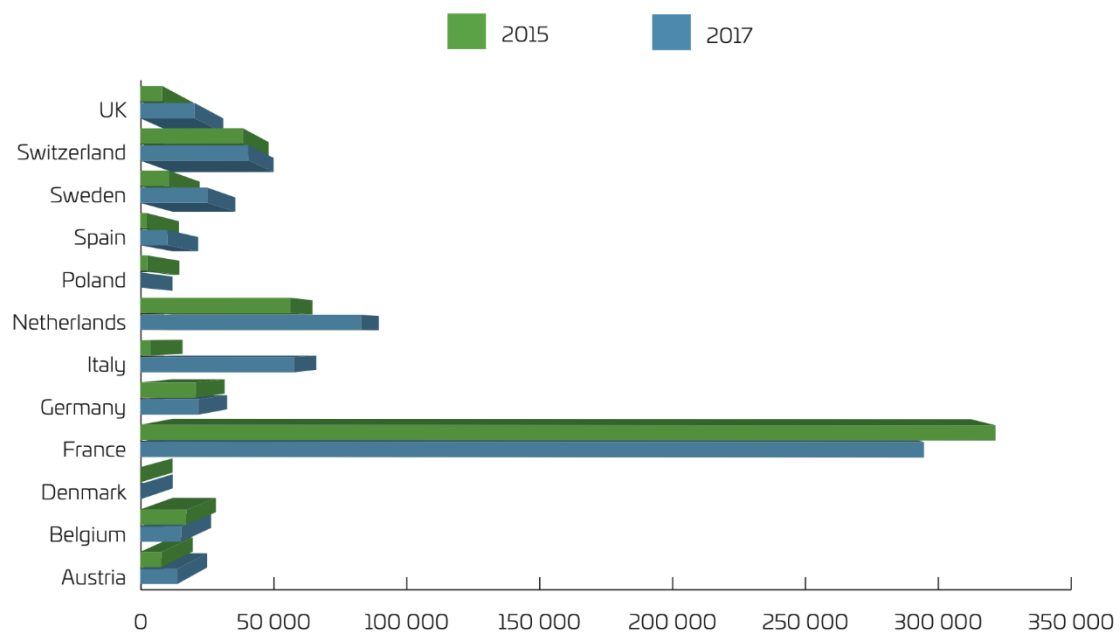
Valutazione sulla corretta regolarità fiscale in relazione ai diversi Paesi in cui è localizzata l'azienda oggetto di analisi.

Tutte le valutazioni sopra evidenziate vogliono essere una guida per poter condurre un'analisi su aziende con obiettivi ESG. Utilizzando delle valutazioni che impiegano i medesimi criteri di analisi è possibile effettuare un confronto delle diverse aziende operanti anche in settori differenti. L'obiettivo di detto paragrafo è quindi quello di fornire nuove componenti di analisi per confrontare, oltre ai valori economici, parametri prettamente ESG e ottenere una valutazione complessiva dell'azienda.

2.7 Panoramica del mercato di private equity sostenibile

Il paragrafo conclusivo di questo capitolo vuole evidenziare come gli obiettivi ESG siano percepiti dalle diverse aziende.

L'EURISIF con cadenza biennale fornisce un report sull'evoluzione degli investimenti SRI a livello europeo, l'ultimo disponibile risulta essere quello del 2018⁹³. L'obiettivo di detto report è quello di evidenziare l'andamento degli investimenti sostenibili in relazione ai diversi stati membri dell'Unione. Dal grafico sotto-riportato si evince come l'Italia sia il terzo Paese per volumi di investimento, registrando un aumento di oltre 50 miliardi dal 2015 al 2017. L'informazione che si evince da tale dato è che gli investitori in Italia stiano diventando sempre più sensibili ai temi ESG.

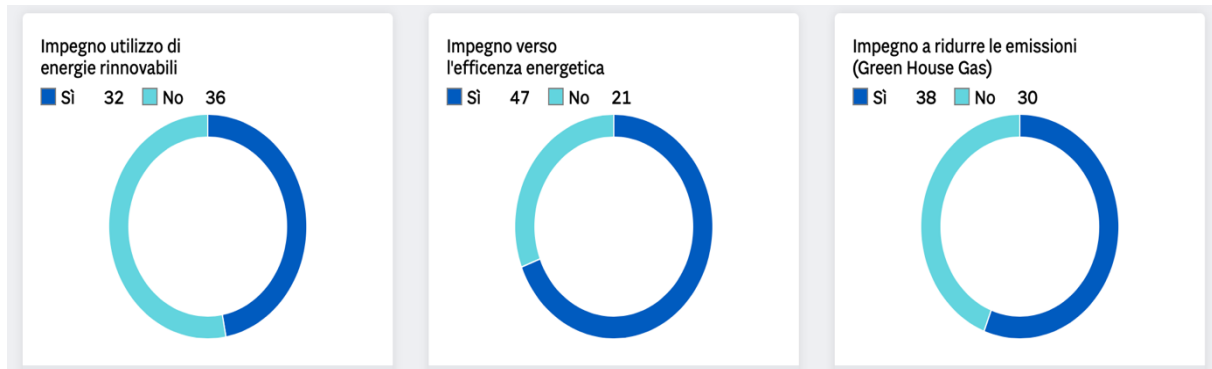


In un'analisi compiuta dall'Osservatorio ESG del Sole24Ore, si può osservare la relazione tra gli obiettivi ESG e le piccole e medie società italiane quotate a Piazza Affari e sul mercato Aim⁹⁴. L'obiettivo dell'analisi è infatti quello di condurre un'indagine sulla situazione della Sostenibilità (Ambiente, Sociale, Governance e Prodotto) nelle PMI quotate in Italia. Da quanto si evince da detta analisi sulla parte di campione che ha

⁹³ EUROISIF; *European SRI study 2018*; disponibile nel sito www.euroisif.org;

⁹⁴ Osservatorio ESG; *Indagine sulla situazione della Sostenibilità (Ambiente, Sociale, Governance e Prodotto) nelle piccole e medie società italiane quotate a Piazza Affari e sul mercato Aim*; disponibile nel sito <https://www.ilsole24ore.com/sez/sostenibilita/osservatorio>.

registrato relazioni con gli obiettivi ESG, non tutte le aziende perseguono gli stessi obiettivi. A titolo esemplificativo, dal grafico sotto riportato si nota come solo l'impegno verso l'efficienza energetica riscontra una prevalenza delle aziende che lo perseguono rispetto a quelle che lo trascurano; gli altri due grafici invece (impegno nell'utilizzo di risorse rinnovabili e impegno a ridurre le emissioni di gas serra) non riscontrano prevalenze significative in ambo le direzioni.



Confrontando le due analisi citate si evince che in Italia si riscontra un graduale aumento degli investimenti ESG, i quali si differenziano a seconda delle diverse realtà imprenditoriali. Tale dato rispecchia infatti la diversificazione del tessuto imprenditoriale nazionale il quale presenta moltissime differenze a seconda della zona e dell'attività svolta.

In conclusione, si può affermare che la graduale sensibilizzazione verso gli investimenti ESG sia percepita dalle imprese italiane indipendentemente dal loro volume di affari; pertanto, anche le PMI, ovvero il 92% delle imprese attive in Italia⁹⁵, sembra aver colto i possibili vantaggi correlati agli investimenti sostenibili.

L'accesso ai capitali di fondi con orientamento sostenibile non è infatti l'unico vantaggio correlato agli investimenti ESG, infatti la presenza di sgravi fiscali o agevolazioni a fondo perduto, di cui verrà fornita ampia descrizione nel capitolo successivo, possono rendere detti investimenti molto vantaggiosi.

⁹⁵ Il Sole 24 Ore; *Pmi, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?*; 10 luglio 2019.

CAPITOLO III – VANTAGGI FISCALI INVESTIMENTI ESG

3.1 Introduzione

Terminata la disamina delle caratteristiche dei fondi di private equity sostenibile e fornite delle metriche utili alla valutazione degli obiettivi ESG in aziende dissimili, il presente capitolo vuole evidenziare i vantaggi fiscali che l'imprenditore potrebbe ottenere qualora decidesse di investire in determinati obiettivi.

La ratio di questo capitolo è quella di confutare una possibile ipotesi di totale non recuperabilità dei costi sostenuti per perseguire obiettivi ESG andando pertanto a dimostrare che detti costi possono essere parzialmente recuperati. Tale argomentazione è essenziale in quanto gli obiettivi aziendali legati ai temi ESG sono ancora agli albori e un imprenditore potrebbe erroneamente considerare questa componente sostenibile come un costo totalmente irrecuperabile e in ragione di questa assunzione errata escludere a priori questi temi dalla sua attività aziendale.

I primi paragrafi di questo capitolo evidenzieranno le principali agevolazioni in essere che un imprenditore potrebbe ottenere nell'eventualità in cui perseguisse o integrasse ai suoi sistemi produttivi obiettivi ESG. Nel dettaglio, dopo aver fornito una disamina delle principali caratteristiche introdotte o potenziate della Legge di Bilancio 2020 (Legge 27 dicembre 2019, n. 160, pubblicata in GU Serie Generale n.304 del 30-12-2019 - Suppl. Ordinario n. 45) in relazione al suo pacchetto di misure collegate alle tematiche ESG verranno descritte nel dettaglio:

- il credito d'imposta formazione;
- l'agevolazione Ricerca e Sviluppo Economia Circolare;
- il credito d'imposta ricerca e sviluppo, Innovazione e design.

In relazione alle agevolazioni soprariportate verranno fornite le aliquote di applicazione, i relativi fondi messi a disposizione, la durata e le modalità per poter beneficiare di esse o quelle per presentare eventuali integrazioni qualora fosse rifiutata la domanda.

Terminata la descrizione di queste misure, lo studio vuole fornire una panoramica di come il quadro normativo nazionale andrà a integrare i temi ESG nel 2021. Per sviluppare detta analisi, verrà analizzato la Legge di Bilancio 2021 in quanto detta legge permette in molti casi di prevedere alcune misure fiscali che saranno intraprese nel 2021. La ratio di

questa analisi vuole essere sia quella di descrivere le caratteristiche delle nuove misure previste in questa legge sia quella di anticipare quale trend di misure verranno adottate nel corso del 2021.

In conclusione, terminata l'analisi teorica delle principali agevolazioni presenti, lo studio vuole proporre una dimostrazione empirica di come esse possano impattare su alcune delle principali voci di bilancio tra cui il risultato netto di esercizio. Dall'esempio riportato si evince facilmente come la presenza di queste agevolazioni vada a ridurre i costi sostenuti dall'imprenditore facendo pertanto qualificare i costi relativi agli obiettivi ESG come costi parzialmente recuperabili.

3.2 Fondo crescita sostenibile - Legge di Bilancio 2020

Terminata l'analisi delle caratteristiche del private equity sostenibile, lo studio vuole ora evidenziare i diversi vantaggi connessi agli investimenti ESG.

I primi incentivi in relazione a questi temi possono essere individuati nella Legge di Bilancio 2020 (Legge 27 dicembre 2019, n. 160), la quale ha previsto nel suo "pacchetto Green New Deal" agevolazioni come il potenziamento della c.d. "Nuova Sabatini"⁹⁶ per gli investimenti ecosostenibili da parte delle PMI o incentivi mirati verso le zone economiche ambientali⁹⁷, nonché l'introduzione di contributi a fondo perduto per coloro che effettuano investimenti green.

La medesima legge prevede inoltre la creazione di una commissione ad hoc, istituita presso il Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare, la quale deve programmare l'ottimizzazione delle risorse messe a disposizione. A titolo esaustivo si precisa che tale legge ha previsto lo stanziamento di un apposito fondo con un plafond disponibile di 4,2 miliardi di euro che si dividono in: 470 milioni per il 2020, 930 milioni per il 2021 e 1.420 milioni per gli anni 2022 e 2023.

Per quanto concerne le zone economiche ambientali sono stanziati 60 milioni di euro per l'intero triennio 2020-2022. Detti fondi dovranno sostenere gli investimenti effettuati in

⁹⁶ Nuova Sabatini: "La misura Beni strumentali ("Nuova Sabatini") è l'agevolazione messa a disposizione dal Ministero dello sviluppo economico con l'obiettivo di facilitare l'accesso al credito delle imprese e accrescere la competitività del sistema produttivo del Paese"; Ministero dello Sviluppo Economico; <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/beni-strumentali-nuova-sabatini>;

⁹⁷ Zone economiche ambientali: "Con la L. 141/2019 è stato convertito il cosiddetto "Dec clima" che ha istituito le Zone Economiche Ambientali (ZEA), aree coincidenti con i territori dei parchi nazionali e che già prevede forme di sostegno alle imprese"; Documento Federparchi Audizione Senato 7 Maggio 2020.

quelle zone. Lo sviluppo di questi progetti sarà supervisionato dalla commissione sopracitata, la quale dovrà inoltre per l'intero periodo di analisi sviluppare decreti attuativi per poter utilizzare il fondo.

Per quanto riguarda gli investimenti ecosostenibili, le risorse stanziare nel fondo dovranno essere impiegate per siglare delle garanzie a titolo oneroso. Nel dettaglio la legge prevede la possibilità che siano concesse garanzie nella misura massima dell'80%, anche con riferimento a un portafoglio collettivo di operazioni, con lo scopo di promuovere programmi specifici di investimento. Si sottolinea che tali garanzie risultano essere concedibili anche in partenariato tra pubblico e privato. L'imprenditore qualora volesse beneficiare di tali garanzie dovrà sostenere investimenti in progetti economicamente sostenibili e che presentino come core almeno uno dei seguenti punti:

- la riduzione di carbonizzazione dell'impresa;
- la creazione di aziende che svolgono l'attività produttiva mediante un sistema di riutilizzo della materia scartata ovvero la c.d. "economia circolare";
- la riduzione dell'utilizzo di materiale plastico correlato a una graduale sostituzione con materiali alternativi;
- la promozione di progetti volti alla rigenerazione urbana o alla creazione del c.d. "turismo sostenibile";
- la sensibilizzazione sui possibili rischi al territorio causati dallo svolgimento delle attività.

In estrema sintesi, l'azienda deve investire in progetti innovativi che abbiano un'elevata sostenibilità ambientale e che siano in grado di ridurre al minimo le eventuali esternalità negative sulla collettività.

In aggiunta alla concessione di garanzia, la legge prevede la possibilità che il Ministro dell'Economia e delle Finanze possa partecipare, attraverso la sottoscrizione di quote di capitale, ai diversi progetti sopradescritti.

Per quanto concerne la creazione di contributi a fondo perduto per gli investimenti green, la Legge 160/2019 prevede che i progetti per la crescita sostenibile potranno ottenere un'agevolazione sotto forma di contributo a fondo perduto per le spese sostenute, fino a un massimo del 15% di esse. Si sottolinea che tale contributo può concorrere con le agevolazioni soprariportate. La legge precisa che: *"con uno o più decreti di natura non regolamentare del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, saranno stabiliti termini, condizioni e modalità di concessione*

*dei contributi a fondo perduto*⁹⁸. Per finanziare questo contributo la Legge di Bilancio ha previsto 10 milioni di euro per il 2020, 40 milioni di euro per il 2021 e 50 milioni di euro per ciascuno dei successivi due anni.

La Legge 160/2019 ha previsto inoltre il potenziamento della Legge Sabatini per incentivare gli investimenti ecosostenibili da parte delle PMI. Si ricorda che tale legge prevede un contributo c/abbattimento interessi pari al valore degli interessi convenzionali, calcolati su un finanziamento di cinque anni con un importo pari al valore dell'investimento e con un tasso d'interesse annuo pari al 2,75%⁹⁹. La Legge di Bilancio 2020 ha previsto l'estensione e l'incremento di detto tasso d'interesse per gli investimenti green. Tali investimenti consistono nell'acquisto, anche mediante locazioni finanziarie, di macchinari, impianti e attrezzature a uso produttivo con un basso impatto ambientale e inseriti in un contesto di programmi volti a migliorare l'eco-sostenibilità della produzione aziendale e dei prodotti stessi. I vantaggi introdotti dalla Legge di Bilancio 2020 in chiave di sostenibilità sono:

- la creazione di una riserva di fondi ad hoc pari al 25% delle risorse totali;
- una maggiorazione dei contributi in c/abbattimento interessi, i quali saranno calcolati su un finanziamento a un tasso annuo del 3,575%¹⁰⁰.

In aggiunta a questi due punti, la Legge 160/2019 ha previsto che la garanzia concessa dal Fondo nazionale di garanzia per le PMI in relazione ai c.d. finanziamenti Sabatini potrà essere concessa a titolo gratuito, qualora ci sia il rispetto dei tetti imposti dalla normativa dell'Unione europea in materia di aiuti de minimis.

In conclusione, la Legge di Bilancio 2020 ha previsto delle direttive in relazione alla transizione ecologica e alla riduzione di eventuali sussidi dannosi per l'ambiente.

Come anticipato, la Legge 160/2019 ha previsto la nomina di una nuova commissione presso il Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare che dovrà valutare le strategie per migliorare il sostegno alle zone economiche ambientali. Tale commissione dovrà inoltre programmare una riduzione dei sussidi dannosi all'ambiente e studiare un nuovo piano di agevolazioni più proficuo per quanto concerne l'impatto ambientale. Tali agevolazioni saranno attinenti ai settori con impatti ambientali potenzialmente più rilevanti come il settore del trasporto di merci via strada, marittimo

⁹⁸ Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 87;

⁹⁹ Agevolazioni sui beni strumentali ovvero la c.d. "Nuova Sabatini"; Ministero dello Sviluppo Economico; <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/beni-strumentali-nuova-sabatini>;

¹⁰⁰ LEGGE 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 227.

e aereo o come il settore dell'agricoltura, ma potranno essere estesi a tutte le aziende che adottano piani di ricerca e sviluppo per creare ovvero ottimizzare sistemi che riducono l'emissione di gas serra entro il 2030¹⁰¹.

3.3 Credito d'imposta formazione

Per quanto concerne gli obiettivi ESG attinenti alla sfera "good governance" rientrano tutte le politiche volte a migliorare l'ambiente lavorativo tra cui, a titolo esemplificativo, possono rientrare i corsi di formazione dei dipendenti. Qualora l'imprenditore volesse perseguire tale obiettivo si sottolinea la presenza di un'agevolazione fiscale nella forma di un credito d'imposta.

La Legge di Bilancio 2020 ha modificato l'agevolazione per la formazione ovvero il c.d. "bonus formazione 4.0". Le novità apportate dalla Legge 160/2019 si riscontrano sia nella semplificazione della normativa esistente, per quanto concerne i contratti collettivi aziendali o territoriali, sia nell'aumento dell'aliquota di credito qualora l'attività fosse rivolta a dipendenti svantaggiati o molto svantaggiati¹⁰².

Lo studio vuole ora evidenziare nel dettaglio le caratteristiche di questo beneficio fiscale per permettere all'imprenditore di valutarlo. Come anticipato, la Legge di Bilancio 2020 ha rivisto la disciplina prevista dalla Legge di Bilancio 2018 all'articolo 1, commi 46-56, in merito alla formazione aziendale eliminando l'obbligo dell'accordo sindacale aziendale o territoriale, che a detta di molte associazioni imprenditoriali era uno dei principali limiti all'accesso a questa agevolazione fiscale.

Per fornire un quadro completo di tale agevolazione è utile richiamare quanto previsto dal Decreto 4 maggio 2018, il quale evidenzia le attività di formazione che danno diritto al credito d'imposta ovvero:

- *"big data e analisi dei dati;*
- *cloud e fog computing;*
- *cyber security;*
- *simulazione e sistemi cyber-fisici;*
- *prototipazione rapida;*
- *sistemi di visualizzazione, realtà virtuale (Rv) e realtà aumentata (Ra);*

¹⁰¹ LEGGE 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 98;

¹⁰² LEGGE 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 210-217.

- *robotica avanzata e collaborativa;*
- *interfaccia uomo macchina;*
- *manifattura additiva (o stampa tridimensionale);*
- *internet delle cose e delle macchine;*
- *integrazione digitale dei processi aziendali”¹⁰³.*

Tali attività devono essere destinate al personale dipendente dell’azienda indipendentemente dalla durata del contratto lavorativo (tempo determinato, indeterminato o apprendistato). Queste attività devono essere inoltre finalizzate a migliorare specifiche fasi aziendali, ad esempio, la fase di vendita e marketing o le fasi del processo produttivo.

Le attività di formazione possono essere sviluppate in diverse forme: l’impresa può organizzare corsi interni all’azienda con personale docente proprio o esterno ovvero organizzare corsi esterni appaltando il tutto a un’altra impresa. Qualora si optasse per quest’ultima opzione devono considerarsi agevolabili le attività commissionate:

- *“a soggetti accreditati per lo svolgimento di attività di formazione finanziata presso la regione o provincia autonoma in cui l’impresa ha la sede legale o la sede operativa;*
- *a università, pubbliche o private o a strutture ad esse collegate;*
- *a soggetti accreditati presso i fondi interprofessionali;*
- *a soggetti in possesso della certificazione di qualità in base alla disciplina europea”¹⁰⁴.*

La Legge di Bilancio 2020 ha poi esteso questi soggetti includendo anche gli istituti tecnici superiori.

Una successiva circolare del Ministero dello Sviluppo Economico, precisamente la n. 412088 del 3 dicembre 2018, ha previsto che le lezioni potessero essere svolte mediante la modalità e-learning ponendo determinate condizioni per poter beneficiare ugualmente del credito. In estrema sintesi, tali condizioni obbligano le imprese ad adottare strumenti di controllo per assicurare l’effettiva presenza e partecipazione attiva del personale dipendente.

Si sottolinea che possono beneficiare dell’agevolazione tutte le imprese indipendentemente dalla loro dimensione con l’esclusione delle imprese in difficoltà ai sensi del regolamento (UE) n. 651/2014 e delle imprese destinatarie di sanzioni ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001. Per quanto concerne la territorialità dell’agevolazione possono

¹⁰³ Decreto interministeriale del 04/05/2018 - Ministero Sviluppo Economico; Art 3;

¹⁰⁴ Ibidem.

beneficiarvi tutte le imprese residenti in Italia o quelle estere che nel territorio nazionale abbiano posizionato la loro stabile organizzazione. Non rileva come presupposto per l'agevolazione l'attività economica esercitata, la natura giuridica, il regime contabile adottato e le eventuali modalità alternative per la determinazione del reddito (es. forfettari). A titolo esaustivo si informa che tale agevolazione spetta anche agli enti non commerciali in relazione alla parte di personale dipendente impiegato nell'attività commerciale esercitata.

Per quantificare l'ammontare dell'agevolazione bisogna considerare il costo aziendale¹⁰⁵ dei dipendenti che svolgono il corso di formazione limitatamente al periodo in cui il dipendente deve assentarsi da lavoro per svolgere l'attività. A titolo esaustivo, si ricorda che il credito vale unicamente per le spese sostenute dal periodo di imposta successivo al 31 dicembre 2019.

La Legge di Bilancio 2020 ha previsto che il credito d'imposta si calcoli applicando una percentuale alle spese sopradescritte, nel dettaglio è pari al:

- *“50% delle spese ammissibili e nel limite massimo annuale di €. 300.000 per le piccole imprese;*
- *40% delle spese ammissibili nel limite massimo annuale di €. 250.000 per le medie imprese;*
- *30% delle spese ammissibili nel limite massimo annuale di €. 250.000 le grandi imprese”¹⁰⁶.*

La Legge di Bilancio 2020 ha inoltre previsto l'incremento di tali percentuali al 60%, mantenendo i medesimi limiti massimi, qualora la formazione fosse rivolta a dipendenti svantaggiati o molto svantaggiati, come definite dal Decreto del Ministro del Lavoro e delle Politiche sociali 17 ottobre 2017. La prima categoria comprende i soggetti che soddisfano uno dei seguenti requisiti:

- a) *“non avere un impiego regolarmente retribuito da almeno 6 mesi, ovvero coloro che negli ultimi 6 mesi non hanno prestato attività lavorativa riconducibile a un rapporto di lavoro subordinato della durata di almeno 6 mesi nonché coloro che negli ultimi 6 mesi*

¹⁰⁵ Costo aziendale: “retribuzione, al lordo di ritenute e contributi previdenziali e assistenziali, comprensiva dei ratei del TFR, delle mensilità aggiuntive, delle ferie e dei permessi, maturati in relazione alle ore o alle giornate di formazione svolte nel corso del periodo d'imposta agevolabile, nonché delle eventuali indennità di trasferta erogate al lavoratore in caso di attività formative svolte fuori sede”; Sida Group; <https://mastersida.com/gli-errori-da-evitare-nellusufruire-del-credito-imposta-formazione-4-0/>;

¹⁰⁶ Credito d'imposta per la formazione 4.0, disponibile nel sito del Ministero dello Sviluppo Economico; <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-formazione>.

- hanno svolto attività lavorativa in forma autonoma o parasubordinata dalla quale derivi un reddito che corrisponde a un'imposta lorda pari o inferiore alle detrazioni spettanti ai sensi dell'articolo 13 del TUIR;*
- b) avere un'età compresa tra i 15 e i 24 anni;*
 - c) non possedere un diploma di scuola media superiore o professionale (livello ISCED 3) o aver completato la formazione a tempo pieno da non più di due anni e non avere ancora ottenuto il primo impiego regolarmente retribuito ovvero coloro che non hanno conseguito un diploma di istruzione secondaria superiore o una qualifica o un diploma di istruzione secondaria superiore o una qualifica o un diploma di istruzione e formazione professionale rientranti nel terzo livello della classificazione internazionale sui livelli d'istruzione, nonché coloro che hanno conseguito una delle suddette qualificazioni da non più di due anni e non hanno avuto un primo impiego regolarmente retribuito come definito la lettera a);*
 - d) aver compiuto i 50 anni di età;*
 - e) essere un adulto che vive solo con una o più persone a carico ovvero coloro che hanno compiuto 25 anni di età e che sostengono da soli il nucleo familiare in quanto hanno una o più persone a carico ai sensi dell'articolo 12 del TUIR;*
 - f) essere occupato in professione o settori caratterizzati da un tasso di disparità uomo-donna che supera almeno del 25% la disparità media uomo-donna in tutti i settori economici se il lavoratore interessato appartiene al genere sottorappresentato ovvero coloro che sono occupati nei settori e nelle professioni caratterizzati da un tasso di disparità uomo-donna che supera almeno del 25% la disparità uomo-donna, annualmente individuati dal Decreto emanato ai sensi dell'articolo unico del Decreto 16 Aprile 2013, attuativo dell'articolo 4 comma 11 della Legge 28 giugno 2012, n. 92 e che appartengono al genere sottorappresentato;*
 - g) appartenere a una minoranza etnica di uno Stato membro e avere la necessità di migliorare la propria formazione linguistica e professionale o la propria esperienza lavorativa per aumentare le prospettive di accesso ad un'occupazione stabile ovvero coloro che appartengono alle minoranze linguistiche storicamente insediate sul territorio italiano ai sensi della Legge 15 dicembre 1999, n. 482 e a quelle minoranze che risultino ufficialmente riconosciute in Italia sulla base di specifici provvedimenti e che dimostrino la necessità di migliorare le proprie competenze linguistiche e professionali*

o la propria esperienza lavorativa per aumentare le prospettive di accesso a un'occupazione stabile."¹⁰⁷.

Sono invece considerati "lavoratori molto svantaggiati" i dipendenti che sono compresi in una delle seguenti categorie:

- *"è privo da almeno 24 mesi di impiego regolarmente retribuito, come definito alla lettera a) dell'art. 1 del Decreto ministeriale del 17 ottobre 2017;*
- *è privo da almeno 12 mesi di impiego regolarmente retribuito, come definito alla lettera a), e appartiene a una delle categorie di cui alle lettere da b) a g) del Decreto ministeriale del 17 ottobre 2017"*¹⁰⁸.

Per poter ottenere tale credito l'imprenditore deve svolgere determinati adempimenti, in primis conservare un documento che attesti le modalità e i contenuti delle attività di formazione svolte, i registri presenza e ulteriori informazioni amministrative che comprovino la corretta applicazione del beneficio. In secondo luogo, un soggetto incaricato della revisione legale o un professionista iscritto nel Registro dei revisori legali deve certificare i costi sostenuti. A titolo esaustivo si precisa che i costi sostenuti per tale visto possono beneficiare di un credito d'imposta pari alla spesa sostenuta, nel limite di 5.000 euro. Infine, la Legge di Bilancio 2020 prevede che i soggetti che intendono beneficiare di tale agevolazione dovranno comunicare al Ministero dello Sviluppo Economico la diffusione e l'efficacia della misura agevolativa.

In conclusione, si sottolinea che tale credito potrà essere utilizzato solamente in compensazione, attraverso il modello F24 da presentare attraverso i servizi telematici forniti dall'Agenzia delle Entrate, a partire dal periodo d'imposta successivo a quello in cui saranno sostenute le spese di formazione.

3.4 Ricerca e Sviluppo Economia Circolare

Il Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 11 giugno 2020 ha previsto l'attivazione del fondo crescita sostenibile per i progetti riguardanti iniziative di economia circolare.

Attraverso tale Decreto sono stati definiti i termini e le modalità per presentare la richiesta delle agevolazioni. Le domande devono riguardare progetti di ricerca e sviluppo

¹⁰⁷ Decreto ministeriale del 17 ottobre 2017; Art 1;

¹⁰⁸ Ibidem.

volti a convertire l'attività produttiva nell'ambito dell'economia circolare. Nel dettaglio tale agevolazione comprende progetti di ricerca industriale e sviluppo sperimentale delle imprese. Questi possono essere svolti anche attraverso la partecipazione di più imprese ovvero attraverso la cooperazione con organismi di ricerca. Il Decreto prevede che siano stanziati 150 milioni di euro da utilizzarsi mediante la concessione dei finanziamenti agevolati con il meccanismo del fondo rotativo (FRI) e 60 milioni di euro per la concessione dei contributi per le spese sostenute in relazione agli interventi ammessi al fondo crescita sostenibile¹⁰⁹. Nel dettaglio, il fondo per la crescita sostenibile promuove la ricerca, la sperimentazione, lo sviluppo e la creazione di progetti innovativi per migliorare l'uso delle risorse, con la finalità di ottenere delle attività produttive che mettano in atto un modello di economia circolare valorizzando i prodotti, i materiali e le risorse il più a lungo possibile. Come naturale conseguenza di ciò si otterrebbe poi la riduzione al minimo della produzione di rifiuti.

Possono beneficiare di tale agevolazione tutte le imprese di qualsiasi dimensione che esercitano attività rientranti nei settori industriali, agroindustriali, artigianali, di servizi all'industria e centri di ricerca, indipendentemente dal fatto che portino progetti sviluppati singolarmente o in forma collettiva. In quest'ultima ipotesi, sono ammessi al beneficio anche le organizzazioni di ricerca, siano esse pubbliche o private, in qualità di collaboratrici dell'azienda.

Analizzando nel dettaglio le disponibilità del fondo si evince che il decreto sopracitato abbia previsto lo stanziamento di:

- 150 milioni di euro per sostenere i finanziamenti agevolati che gravano sulle disponibilità del fondo rotativo (FRI);
- 60 milioni di euro per concedere i contributi alle diverse iniziative promosse dal fondo crescita sostenibile di cui:
 - a. 40 milioni per incrementare le disponibilità per il 2020 del FSC¹¹⁰ (32 milioni per i progetti realizzati nelle aree del Mezzogiorno ovvero nelle Regioni meno sviluppate e nelle Regioni in transizione e 8 milioni per finanziare i progetti realizzati nel Centro-Nord ovvero le Regioni più sviluppate);

¹⁰⁹ Decreto ministeriale 11 giugno 2020 – Progetti di ricerca e sviluppo per l'economia circolare; Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 177 del 15 luglio 2020;

¹¹⁰ Piano operativo imprese e competitività; Ministero dello Sviluppo Economico; <https://www.mise.gov.it>.

- b. 20 milioni per incrementare le disponibilità del fondo per la crescita sostenibile, il quale potrà finanziare progetti sviluppati su tutto il territorio nazionale.

Il decreto sopracitato prevede che la finestra per la precompilazione delle domande con gli annessi allegati sarà attiva dal 05 novembre 2020 in tutti i giorni lavorativi. Tali domande dovranno essere inviate mezzo procedura informatica come indicato nel sito del Ministero dello Sviluppo Economico. Come evidenziato in detto sito, le domande dovranno essere compilate esaustivamente in tutte le loro parti allegando i documenti richiesti per ciascun campo. A titolo esaustivo si precisa che dovrà essere applicata una marca da bollo dal valore di 16 euro.

La successiva fase di istruttoria delle domande di agevolazioni ovvero l'analisi della documentazione fornita sarà svolta, oltre a dei controlli meramente formali, attraverso delle visite in azienda. Nel dettaglio la fase sarà così articolata:

- a. verifica della sussistenza dell'intera documentazione richiesta e dei requisiti oggetti necessari per beneficiare dell'agevolazione. Sono altresì verificate le condizioni formali di ammissibilità, le quali possono essere completate al più tardi entro 30 giorni dalla presentazione della richiesta di agevolazioni;
- b. valutazione ex post della domanda, anche mediante delle visite in azienda ovvero presso le diverse strutture dei soggetti richiedenti. Tali verifiche saranno effettuate al più tardi entro i 90 giorni successivi alla data di presentazione della domanda per ottenere le agevolazioni¹¹¹.

Terminati detti controlli saranno calcolate le agevolazioni spettanti a ciascun avente diritto in relazione al costo complessivo ritenuto ammissibile e comunque nel rispetto del limite massimo del fondo.

Nell'eventualità in cui la domanda di agevolazione fosse scartata per vizi formali, entro 15 giorni dall'esito negativo, l'imprenditore dovrà presentare l'integrazione di tutta la documentazione richiesta attraverso l'apposita sezione nel sito del Ministero dello Sviluppo Economico.

In conclusione, si sottolinea che ai fini del controllo e della valutazione dei risultati ottenuti, i soggetti beneficiari delle agevolazioni dovranno inviare, attraverso la piattaforma messa a disposizione dal sito ufficiale Ministero dello Sviluppo Economico

¹¹¹ Decreto direttoriale del Ministero dello Sviluppo Economico; Direzione generale per gli incentivi alle imprese; 07 agosto 2020.

per i “Progetti di ricerca e sviluppo per l'economia circolare”, una serie di informazioni ovvero:

- a) *“dati di bilancio inerenti alle spese di ricerca e sviluppo, al fatturato, con specifica indicazione della parte relativa al settore produttivo oggetto della ricerca, ed ai costi connessi al processo produttivo per la quantificazione dell'efficientamento dello stesso a seguito della realizzazione del progetto di ricerca e sviluppo;*
- b) *dati inerenti al personale qualificato, ossia il personale dipendente iscritto nel libro unico del lavoro dell'impresa proponente in possesso di una laurea (laurea di primo livello o titolo di diploma di laurea di vecchio ordinamento, ovvero titoli di lauree ad esso equipollenti ai sensi del Decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca, di concerto con il Ministro per la pubblica amministrazione e l'innovazione, 9 luglio 2009, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana del 7 ottobre 2009, n. 233, laurea specialistica o magistrale) in discipline di ambito tecnico o scientifico come individuate nell'allegato n. 2 del Decreto-Legge 26 giugno 2012, n. 83, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 agosto 2012, n. 134”¹¹².*

Si precisa che dette informazioni devono essere inviate per i due esercizi successivi al conseguimento del progetto.

3.5 Credito d'imposta ricerca e sviluppo, Innovazione e design

La Legge di Bilancio 2020 ha previsto l'introduzione di un'agevolazione sotto forma di credito d'imposta per “premiare” i progetti di ricerca e sviluppo e innovazione.

La novità introdotta con la Legge di Bilancio si riscontra nell'ampliamento delle attività ammissibili a questa agevolazione rispetto a quelle ammissibili al precedente credito d'imposta introdotte con l'articolo 3 del Decreto-Legge numero 145 del 2013.

La Legge 160 del 2019 ha introdotto nel paniere di attività agevolabili le seguenti attività:

- progetti di ricerca e sviluppo ai sensi del Manuale di Frascati 2015, ovvero si considerano tali le iniziative volte a perseguire un progresso o un avanzamento delle conoscenze nell'area scientifica o tecnologica. Tale definizione non obbliga pertanto la riuscita del progetto, ma qualifica come iniziativa valida sulla base del tentativo

¹¹² Decreto direttoriale del Ministero dello Sviluppo Economico; Direzione generale per gli incentivi alle imprese; 07 agosto 2020.

avanzato. Il progresso di cui sopra può riguardare anche l'impatto sulla collettività pertanto essere esterno alla singola impresa;

- progetti di innovazione tecnologica ai sensi del Manuale di Oslo 2018, ovvero quelle attività che presentino un'assoluta novità se confrontate a quelle attuali. In tal caso sono comprese le attività volte alla realizzazione di prodotti, servizi o processi nuovi, ovvero migliorati drasticamente, rispetto a quelli già in essere al momento dell'avvio del progetto;
- progetti di design e ideazione estetica compiuti dall'imprenditore in relazione a determinati settori come il settore tessile e della moda, quello calzaturiero, quello dell'occhialeria, quello orafa, del mobile e dell'arredo e della ceramica, per l'ideazione e la realizzazione di nuovi prodotti¹¹³.

Si sottolinea che la Legge di Bilancio 2020 ha previsto la possibilità di presentare domanda per il credito in relazione a progetti già avviati in periodi d'imposta precedenti. Con il Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 maggio 2020 sono stati identificati i criteri e limiti all'interno dei quali gli imprenditori possono valutare se stanno conducendo attività ammissibili o meno alle agevolazioni¹¹⁴. L'agevolazione si suddivide in due rami ovvero un credito d'imposta pari al 12% per le attività di ricerca e sviluppo¹¹⁵ e del 6% per quelle di innovazione e design¹¹⁶. Quest'ultima percentuale sarà aumentata al 10% qualora fossero perseguite delle attività di innovazione tecnologica orientate al compimento di obiettivi di "innovazione digitale 4.0" o di transizione ecologica.

Per individuare nel dettaglio i criteri utili per la classificazione delle varie attività di ricerca e sviluppo, di innovazione tecnologica e di design ovvero quelle di innovazione estetica bisogna attenersi a quanto disposto dal Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 maggio 2020. Detto decreto individua esaustivamente quali sono le attività di "innovazione digitale 4.0" ovvero quelle di transizione ecologica che beneficiano della maggiore aliquota.

In relazione alle attività di ricerca e sviluppo che possono beneficiare dell'agevolazione, il credito d'imposta presenta le seguenti caratteristiche:

¹¹³ Euroconference; Il credito d'imposta per la ricerca e sviluppo 2020 ad ampio raggio; Edizione di mercoledì 10 Giugno 2020;

¹¹⁴ Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 maggio 2020; Gazzetta Ufficiale Serie Generale n.182 del 21 luglio 2020;

¹¹⁵ Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 200;

¹¹⁶ Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 201.

- è pari al 12% della relativa base di calcolo, si sottolinea che tale base deve essere ridotta di eventuali altre sovvenzioni o contributi ottenuti per le medesime spese;
- presenta un limite massimo di 3 milioni di euro¹¹⁷.

Con riferimento alle imprese che possono beneficiare di tali agevolazioni nella forma di credito d'imposta, si sottolinea che la Legge di Bilancio 2020 inserisce nel paniere dei beneficiari tutte le imprese residenti nel territorio dello Stato indipendentemente dalla forma giuridica, settore economico, dimensione e regime fiscale. Devono ritenersi comprese anche tutte le stabili organizzazioni di soggetti non residenti. È tuttavia previsto che le aziende, qualora volessero ottenere tali agevolazioni, debbano rispettare la normativa in merito alla sicurezza dei luoghi di lavoro e siano in regola col versamento dei contributi previdenziali e assistenziali dei propri dipendenti.

Si ricorda che sono ammessi al credito d'imposta i lavori svolti nel periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2019, ma possono beneficiare di tale agevolazione anche i progetti di ricerca e sviluppo intrapresi in periodi d'imposta precedenti.

Il Ministero dello Sviluppo Economico ha chiarito più volte che non possono beneficiare di tale agevolazione i progetti che prevedono il semplice progresso delle conoscenze o delle capacità di una singola realtà imprenditoriale, infatti il miglioramento deve essere un progresso espandibile quanto meno a tutto il settore in cui opera l'azienda. Possono beneficiare di tale agevolazione anche i progetti che non presentano un vero e proprio miglioramento tecnologico, ma estendono un miglioramento già esistente a un nuovo settore. Come anticipato, per beneficiare di tale credito il Ministero dello Sviluppo Economico ha confermato che basta dimostrare l'esistenza dei costi sostenuti per provare a portare a termine un progetto e non il suo effettivo realizzo. A titolo esaustivo si conferma che qualora un progresso scientifico o tecnologico fosse stato raggiunto da un altro imprenditore, ma le informazioni tecniche in relazione al processo o al metodo o allo stesso prodotto non potessero essere note all'impresa nel momento in cui quest'ultima sostenesse i costi in relazione alle operazioni di ricerca e sviluppo, detti costi sostenuti dall'azienda devono ritenersi ammissibili al credito in oggetto.

In relazione alle attività di innovazione tecnologica, sono ammesse le spese non rientranti tra quelle comprese nel credito ricerca e sviluppo. Come anticipato, queste spese devono

¹¹⁷ Guida EUTEKNE; Bonus ricerca e sviluppo e innovazione; Versione aggiornata al 08.10.2020.

avere determinate caratteristiche ovvero essere connesse alla realizzazione di prodotti, servizi ovvero processi di produzione nuovi o drasticamente migliorati. In relazione a quanto detto sono pertanto identificabili in un bene materiale o immateriale o un servizio o un processo di produzione che presenti caratteristiche innovative rispetto a quelli in essere nel momento di avvio del progetto innovativo. Tali caratteristiche innovative possono riguardare sia l'ambito tecnologico sia quello delle prestazioni ovvero quello dell'eco-compatibilità o dell'ergonomia in relazione ai diversi settori identificati nel Manuale di Oslo.

Il Decreto prevede che:

- *“per prodotti nuovi o significativamente migliorati s'intendono beni o servizi che si differenziano, rispetto a quelli già realizzati dall'impresa, sul piano delle caratteristiche tecniche, dei componenti, dei materiali, del software incorporato, della facilità d'impiego, della semplificazione della procedura di utilizzo, della maggiore flessibilità o di altri elementi concernenti le prestazioni e le funzionalità;*
- *per processi nuovi o significativamente migliorati, rispetto a quelli già applicati dall'impresa, s'intendono processi o metodi di produzione e di distribuzione e logistica di beni o servizi che comportano cambiamenti significativi nelle tecnologie, negli impianti, macchinari e attrezzature, nel software, nell'efficienza delle risorse impiegate, nell'affidabilità e sicurezza per i soggetti interni o esterni coinvolti nei processi aziendali.*

Le attività ammissibili al credito d'imposta comprendono tutti i lavori svolti durante le fasi precompetitive legate alla progettazione, realizzazione e introduzione delle innovazioni tecnologiche fino ai lavori concernenti le fasi di test e valutazione dei prototipi”¹¹⁸.

Come anticipato le spese rientranti in questa determinata categoria possono beneficiare di un'agevolazione nella forma del credito d'imposta pari al 6% delle spese sostenute, la quale potrà aumentare al 10% qualora fossero sostenute spese di innovazione tecnologica orientate al raggiungimento di obiettivi di “innovazione digitale 4.0” ovvero per le spese finalizzate alla transizione ecologica. Nel dettaglio, per spese di “innovazione digitale 4.0” si devono intendere i lavori compiuti nell'ambito di progetti di innovazione orientati alla trasformazione dei processi aziendali mediante l'integrazione e l'interconnessione dei fattori, interni ed esterni all'ambiente aziendale, rilevanti per una maggiore creazione di valore. Per le attività di innovazione tecnologica orientate al

¹¹⁸ Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 maggio 2020; Gazzetta Ufficiale Serie Generale n.182 del 21 luglio 2020.

compimento di obiettivi di transizione ecologica, devono ritenersi ammesse tutte le spese sostenute nell'ambito di progetti orientati al cambiamento dei diversi processi aziendali che hanno seguito i principi dell'economia circolare.

Qualora l'imprenditore attuasse progetti rientranti in queste ultime categorie, il Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico prevede che siano fornite ulteriori informazioni in relazione agli obiettivi di "innovazione digitale 4.0" ovvero a quelli di transizione ecologica perseguiti. Nel dettaglio, dovranno essere fornite:

1. una descrizione dettagliata dello stato iniziale;
2. un prospetto che evidenzi gli elementi pertinenti alla definizione e permetta una comprensione del progetto di innovazione;
3. una descrizione dell'ipotetica situazione futura che dovrà verificarsi attraverso lo sviluppo del progetto;
4. un prospetto contenente i criteri sia qualitativi sia quantitativi utili al fine della valutazione degli obiettivi di innovazione previsti.

Si precisa che tra i costi agevolabili rientrano:

- le spese sostenute per pagare il personale dipendente o il lavoro autonomo di professionisti esterni ovvero qualsiasi altro rapporto differente dal lavoro subordinato utilizzato per svolgere le attività annesse al progetto. Sono ammissibili anche i costi dell'amministratore se direttamente impiegato in tale attività;
- le eventuali spese di ricerca di università o enti di ricerca, ovvero quelle sostenute da altre imprese, qualora siano connesse all'attività di ricerca e sviluppo.

Sono altresì compresi in detta agevolazione, nei limiti massimi stabiliti, le spese sostenute per la consulenza connessa all'attività di ricerca e sviluppo, la quota parte degli ammortamenti dei beni strumentali utilizzati per portare a termine l'obiettivo e l'eventuale costo sostenuto per materiali impiegati nelle prove o nella realizzazione di eventuali campioni.

In conclusione, si sottolinea che le imprese qualora beneficiassero di tale agevolazione dovranno:

1. archiviare tutta la documentazione giustificativa dei costi sostenuti come i fogli di presenza del personale dipendente impiegato nel progetto, i vari contratti qualora fossero affidate a terzi delle fasi di ricerca o prestazioni di consulenza e la dichiarazione del titolare qualora fossero utilizzati beni strumentali dell'azienda;

2. realizzare una relazione tecnica la quale descriva nel dettaglio le finalità, i contenuti e i risultati delle attività di ricerca e sviluppo compiute;
3. possedere una certificazione dei costi sostenuti per attività di ricerca e sviluppo e di innovazione ovvero un documento che attesti la correlazione dei diversi documenti prodotti dall'azienda con i costi effettivamente sostenuti.

In relazione a quest'ultimo documento, qualora l'impresa fosse obbligata ad avere un revisore legale dei conti o un collegio sindacale, detta attestazione potrà essere prodotta da questi professionisti. Se l'impresa non fosse obbligata per legge alla revisione legale sarebbe necessaria la certificazione di un revisore o di una società di revisione iscritti all'albo che attesti la correlazione dei costi con l'attività effettivamente svolta. Queste imprese potranno recuperare la spesa sostenuta per il rilascio di questa certificazione attraverso un credito d'imposta pari alla spesa sostenuta nel limite massimo di 5.000 euro per ciascun periodo d'imposta in cui sono sostenute dette spese.

Il contributo dovrà essere utilizzato in compensazione, ai sensi dell'articolo 17 del D.Lgs. 9 luglio 1997, n. 241, in tre quote annuali di pari importo, esclusivamente dal momento in cui è rilasciata la certificazione da parte del revisore o della società incaricata della revisione.

Si precisa infine che l'agevolazione in oggetto non concorre alla formazione del reddito e del valore della produzione ai fini IRAP¹¹⁹.

3.6 Legge di Bilancio 2021

Lo studio dopo aver proposto le principali agevolazioni previste dalle precedenti normative vuole descrivere, in relazione alla Legge di Bilancio 2021 (Legge 30 dicembre 2020, n. 178), le novità sui temi ESG presenti in detta legge.

In relazione alle agevolazioni attinenti agli investimenti per la ricerca e sviluppo con la Legge di Bilancio 2021 si riscontra una proroga, se pur limitata, di detti benefici. Da quanto si evince, tale proroga dovrebbe posticipare il termine per sostenere le spese attinenti al 31 dicembre 2022. Analizzando le nuove aliquote per calcolare i relativi crediti d'imposta si evince un generale aumento di esse. L'aliquota per il credito d'imposta per investimenti in ricerca e di sviluppo passa dall'attuale 12% a un futuro 20%. È stato

¹¹⁹ IRAP: Imposta regionale sulle attività produttive.

incrementato anche il limite massimo del beneficio passando dagli attuali 3 milioni di euro a 4 milioni di euro. L'aliquota per gli investimenti in innovazione tecnologica e di design passa dal 6% al 10% con un contestuale aumento del tetto massimo da 1,5 a 2 milioni di euro. Si ricorda che qualora la spesa di innovazione fosse collegata alla transizione ecologica, l'aliquota attualmente prevista è del 10% mentre con la Legge di Bilancio 2021 tale percentuale è stata incrementata al 15%. Il tetto anche in questo caso è aumentato a 2 milioni di euro.

Dal 2021 in relazione a detti progetti sarà necessaria un'asseverazione stilata da un tecnico abilitato che attesti la congruenza delle spese effettuate con gli obiettivi prefissati. La Legge di Bilancio 2021 proroga sino al 2022 il credito d'imposta per la formazione sopradescritto, mantenendo le aliquote attuali per calcolare l'effettivo beneficio. Sono tuttavia previste delle novità ovvero l'ampliamento delle spese ammissibili, dal 2021 sono infatti accettate in conformità con quanto disposto dall'articolo 31 Regolamento (UE) 651/2014:

- a. *“le spese di personale relative ai formatori per le ore di partecipazione alla formazione;*
- b. *i costi di esercizio relativi a formatori e partecipanti alla formazione direttamente connessi al progetto di formazione, quali le spese di viaggio, i materiali e le forniture con attinenza diretta al progetto, l'ammortamento degli strumenti e delle attrezzature per la quota da riferire al loro uso esclusivo per il progetto di formazione. Sono escluse le spese di alloggio, ad eccezione delle spese di alloggio minime necessarie per i partecipanti che sono lavoratori con disabilità;*
- c. *i costi dei servizi di consulenza connessi al progetto di formazione;*
- d. *le spese di personale relative ai partecipanti alla formazione e le spese generali indirette (spese amministrative, locazione, spese generali) per le ore durante le quali i partecipanti hanno seguito la formazione”¹²⁰.*

Analizzando nel dettaglio la Legge di Bilancio 2021, lo studio vuole fornire una descrizione di alcuni degli articoli attinenti ai temi ESG. Consapevole che detta analisi è compiuta su una legge che prevede diversi decreti attuativi, si vogliono comunque analizzare gli articoli di interesse al fine di evidenziare come il Governo valuti questi temi e come intenda agevolarli. La Legge di Bilancio è molte volte indicativa per future misure

¹²⁰ REGOLAMENTO 17 giugno 2014, n. 651 - Regolamento n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato - Pubblicato nel n. L 187 del 26 giugno 2014; Articolo 3.

intraprese durante l'anno, pertanto il tenore di questa descrizione vuole essere quello di evidenziare quali saranno le principali agevolazioni in tema ESG che ci si aspetta a partire dal 2021.

L'articolo 1 comma 231 della presente Legge (determinazione del limite di impegno assumibile in materia di garanzie sui finanziamenti a favore di progetti del green new deal) prevede la definizione di un tetto massimo agli impegni sottoscrivibili da SACE¹²¹ in relazione alle garanzie di cui all'articolo 1, comma 85, Legge 27 dicembre 2019, n. 160 e dell'art. 64 del Decreto-Legge 16 luglio 2020 n. 76, convertito con modificazioni dalla Legge 11 settembre 2020 n. 20 ovvero la c.d. garanzia in tema di operatività green. Tale limite è pari a *"470 milioni di euro, per un impegno massimo assumibile dalla SACE S.p.A. pari a 2.500 milioni di euro"*¹²².

L'articolo 1 comma 275 della medesima Legge (fondo occupazione e formazione) prevede che il fondo sociale per occupazione e formazione istituito con l'articolo 18, comma 1 del Decreto-Legge n. 185 del 29 novembre 2008 poi convertito dalla Legge n. 2 del 28 gennaio 2009 è potenziato con *"600 milioni di euro per il 2021 e con altri 200 milioni di euro per il 2022"*¹²³.

L'articolo 1 commi da 97 a 101 della presente Legge (fondo impresa femminile) prevede l'istituzione di un fondo ad hoc per sostenere uno dei temi di good governance più sentiti ultimamente ovvero la partecipazione delle donne al mondo del lavoro. Per favorire questo obiettivo, è stato creato dal Ministero dello Sviluppo Economico un fondo a sostegno dell'impresa femminile, il quale andrà a promuovere e aiutare lo sviluppo e il consolidamento dell'imprenditoria femminile ovvero la sensibilizzazione dei valori di imprenditorialità e lavoro tra le donne. L'obiettivo generale è pertanto quello di incrementare il contributo, sia quantitativo sia qualitativo, del genere femminile allo sviluppo economico del Paese.

Nel dettaglio questo fondo dovrà finanziare le iniziative imprenditoriali e le campagne volte alla promozione dei valori dell'imprenditoria tra le donne. La ratio sottostante questo provvedimento si riscontra nell'esiguo numero di nuove imprese avviate dalle donne in relazione al numero complessivo di nuove iniziative.

¹²¹ SACE è una società per azioni del gruppo italiano Cassa Depositi e Prestiti, specializzata nel settore assicurativo-finanziario;

¹²² Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 comma 231;

¹²³ Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 comma 275.

Il Ministero dello Sviluppo Economico dovrà poi presentare annualmente una relazione ove siano indicati i benefici di questa iniziativa così distintamente indicati:

- popolazione femminile raggiunta dalle campagne di sensibilizzazione;
- nuove realtà imprenditoriali gestite da donne avviate in seguito alla creazione di detto fondo.

L'analisi di queste informazioni permetterà di trarre delle conclusioni in relazione alla bontà di questa iniziativa¹²⁴.

L'articolo 1 commi da 734 a 746 della Legge di bilancio 2021 (potenziamento delle misure di tutela ambientale) prevede una serie di misure volte a incrementare l'azione di tutela verso l'ambiente. Tali commi prevedono una disciplina del sistema volontario di certificazione ambientale per la finanza sostenibile. Per approfondire quanto previsto in questo articolo si ricorda che la Commissione europea l'8 marzo 2018 ha redatto un piano d'azione per sostenere attraverso dei finanziamenti la crescita sostenibile, avviando una strategia globale sulla finanza sostenibile senza precedenti. Uno dei principali punti di detto piano è l'organizzazione delle disponibilità finanziarie a favore degli investimenti sostenibili. L'avanzamento verso criteri di classificazione univoci in relazione alle attività sostenibili è l'obiettivo più rilevante di questo piano sostenibile. Detto piano prevede infatti che l'orientamento dei flussi finanziari a favore delle iniziative più sostenibili deve essere dimostrato attraverso una comprensione generale e univoca degli impatti ecosostenibili delle attività e degli investimenti perseguiti. Come si è visto nel precedente capitolo, un'analisi condivisibile è sempre essenziale qualora si analizzino impatti difficilmente quantificabili con le ordinarie misure di valutazione. Si ricorda inoltre che con la decisione n. 1386/2013/UE del Parlamento e del Consiglio europeo sono stati previsti diversi incentivi finalizzati alla riduzione dei costi qualora le imprese avviassero progetti o attività che considerassero i temi ambientali nelle loro strategie.

Attraverso la stipula dell'Accordo di Parigi sono stati definiti diversi meccanismi che premiassero gli investimenti ambientali, sia pubblici che privati, al fine di ridurre i cambiamenti climatici.

Infine, il recente regolamento europeo n. 852/2020, adottato il 18 giugno 2020, ha cercato di codificare l'impegno verso sei obiettivi ambientali. In relazione a ciascuno di essi, la Commissione europea cercherà poi di definire dei criteri tecnici che analizzino i

¹²⁴ Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 comma 97-101.

cambiamenti climatici, i quali dovevano essere completati entro il 31 dicembre 2020. Come già anticipato, la difficoltà di fornire indicatori univoci per tutte le imprese comporta la necessità di individuare degli indicatori che siano chiari e applicabili per ciascuno Stato membro, al fine di analizzare l'orientamento ecosostenibile di un progetto. Tra i Paesi OCSE sono diversi gli ordinamenti che hanno già previsto un sistema di controllo e valutazione ambientale degli investimenti, a titolo esemplificativo si sottolineano quelli presenti in Francia, Paesi Bassi e Giappone.

Per quanto concerne l'analisi dei commi da 734 a 746 dell'articolo 1 della di Legge di Bilancio 2021 si sottolinea che questi prevedono che, in coerenza con la logica del regolamento europeo n. 852/2020, per compiere una valutazione della natura ecosostenibile dei progetti di investimento pubblici o privati sarà creato, presso il Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare, un sistema volontario di certificazione ambientale per la finanza sostenibile al quale tutti i soggetti coinvolti potranno accedere.

Tali commi prevedono che sarà istituito al Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare un comitato specifico che dovrà sottoscrivere delle certificazioni in tema ambientale. Per comprendere al meglio sia il funzionamento del comitato sia le modalità attraverso le quali saranno rilasciate le certificazioni ambientali si dovrà attendere un successivo Decreto interministeriale del Ministro dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze. Per finanziare quanto detto il Governo prevede lo stanziamento di un fondo ad hoc pari a 500.000 mila euro¹²⁵.

L'importanza di questa certificazione si riscontra nella difficile valutazione degli obiettivi ESG, tra cui quelli ambientali, pertanto un sistema di valutazione ministeriale potrebbe agevolare la valutazione dei diversi investimenti ambientali sia da parte dei fondi di private equity sostenibile sia da parte degli investitori stessi che vogliono sapere quanto valore aggiunto ha creato quel determinato investimento nella loro azienda.

3.7 Tabella riassuntiva agevolazioni Investimenti ESG

¹²⁵ Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 commi 734-746.

Di seguito viene riportata una tabella riepilogativa di quanto descritto nel dettaglio nei paragrafi precedenti per permettere una visione d'insieme delle agevolazioni attinenti ai temi ESG.

Tabella riassuntiva agevolazioni Investimenti ESG			
Agevolazione	Soggetti	Descrizione	Legge di Bilancio 2021
Legge Sabatini	Micro, piccole e medie imprese (PMI).	Contributo c/abbattimento interessi pari al valore degli interessi convenzionali, calcolati su un finanziamento di cinque anni con un importo pari al valore dell'investimento e con un tasso d'interesse annuo pari al 3,575%.	Proroga con condizioni differenti.
Credito d'imposta formazione	Tutte le imprese indipendentemente dalla loro dimensione con l'esclusione delle imprese in difficoltà ai sensi del regolamento (UE) n. 651/2014 e delle imprese destinatarie di sanzioni ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001.	Credito d'imposta in misura pari al: - 50% delle spese ammissibili e nel limite massimo annuale di €. 300.000 per le piccole imprese; - 40% delle spese ammissibili nel limite massimo annuale di €. 250.000 per le medie imprese; - 30% delle spese ammissibili nel limite massimo annuale di €. 250.000 le grandi imprese.	Ampliamento spese agevolabili.
Ricerca e Sviluppo Economia Circolare	Tutte le imprese di qualsiasi dimensione che esercitano attività rientranti nei settori industriali, agroindustriali, artigianali, di servizi all'industria e centri di ricerca.	Finanziamenti agevolati con il meccanismo del fondo rotativo	-

Credito d'imposta ricerca e sviluppo	Tutte le imprese residenti nel territorio dello Stato indipendentemente dalla forma giuridica, settore economico, dimensione e regime fiscale.	Credito d'imposta pari al 12% delle spese ammissibili	Aumento dell'aliquota al 20%.
Credito d'imposta Innovazione e design	Tutte le imprese residenti nel territorio dello Stato indipendentemente dalla forma giuridica, settore economico, dimensione e regime fiscale.	Credito d'imposta pari al 10% delle spese ammissibili	Aumento dell'aliquota al 15%.

3.8 Simulazione investimento

Il presente paragrafo vuole fornire un esempio per comprendere al meglio l'effettivo impatto di queste agevolazioni. Per sviluppare quanto detto lo studio prevede la trattazione di una simulazione ove un imprenditore, attivo nel settore tessile, volesse intraprendere un nuovo progetto legato alle tematiche ESG. Le dimensioni dell'impresa (fatturato e numero di dipendenti) fanno sì che essa sia classificata tra le imprese di medie dimensioni.

Nel dettaglio si vuole evidenziare l'impatto economico finanziario di una nuova linea di produzione che opera mediante un sistema di economia circolare. L'obiettivo che l'imprenditore vuole perseguire è pertanto quello di ridurre al massimo l'emissione di scarti di produzione al fine di migliorare sia il suo impatto ambientale sia l'esternalità che produce sulla popolazione locale.

L'investimento complessivo per questa nuova linea di produzione può essere identificato in un fabbisogno finanziario di 100.000 euro così suddividibile:

- 80.000 euro per costi diretti alla sperimentazione e alla realizzazione della nuova linea produttiva;

- 20.000 euro per spese di formazione legate allo svolgimento delle nuove mansioni in detta linea.

Per quanto concerne la ratio ESG sottostante al progetto si sottolinea la possibilità di beneficiare di alcune tra le agevolazioni trattate nei precedenti paragrafi come:

1. il credito d'imposta ricerca e sviluppo, Innovazione e design;
2. il credito d'imposta formazione.

Non viene considerato il beneficio del fondo di garanzia per investimenti attinenti ai sistemi di economia circolare in quanto l'imprenditore in seguito ad una valutazione degli obiettivi ESG otterrà il capitale necessario sotto forma di debito proveniente dai fondi di private equity sostenibile che lo aiuteranno nel suo progetto.

Il costo relativo agli impianti, in relazione alle tabelle istituite col D.M. 31 dicembre 1988¹²⁶, dovrà essere ammortizzato con un coefficiente pari al 17,5% ovvero ogni anno sarà imputata una quota di 14.000 euro. Il costo relativo alla formazione del personale in una nuova area aziendale, ai sensi di quanto disciplinato dal principio contabile numero 24¹²⁷, sarà ammortizzato in 5 anni ovvero ogni anno sarà imputata una quota di 4.000 euro. Il risultato operativo ante imposte, in relazione alla sola nuova area produttiva risulta essere pari a 20.000 euro per il primo anno. L'imposta risulta essere pari a 4.800 euro e l'utile netto risulta essere 15.200 euro. Tale risultato dovrebbe migliorare progressivamente in quanto il sistema basato su un'economia circolare tende a migliorare la sua efficienza col passare degli anni. Prudenzialmente per i successivi confronti verrà comunque ipotizzato che il risultato ante imposte sia costante per tutto il periodo di ammortamento delle risorse impiegate nel progetto. In relazione a quanto detto si ipotizza che il risultato ante imposte al termine del sesto esercizio sia pari a 120.000 euro e le imposte complessive pagate su tale progetto siano pari a 28.800 euro. L'utile prodotto da tale investimento risulta pertanto essere pari a 91.200 euro.

In relazione a questi dati il prosieguo del paragrafo vuole mostrare un confronto tra il caso in cui siano sfruttati i benefici descritti nei paragrafi precedenti e l'eventualità in cui essi non siano presenti in relazione sia all'eventuale riduzione dei costi sia all'utile netto generato.

Per facilitare l'analisi si ipotizza che i costi ammortizzabili siano anche i pagamenti al fondo che l'imprenditore sosterrà per ciascun esercizio, avendo la possibilità di frazionare

¹²⁶ Decreto del 31/12/1988 - Min. Finanze; Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 27 del 2 febbraio 1989;

¹²⁷ Organismo italiano di contabilità (OIC); Principio contabile n. 24: Immobilizzazioni immateriali.

il rimborso del debito in 6 quote annuali. Per completezza si precisa che la quota di costo della formazione del personale relativa al sesto anno pari a 4.000 euro (il pagamento di detto costo si esaurisce in 5 anni) e la differenza tra la quota di costo degli impianti e il valore residuo al sesto anno pari 4.000 euro (14.000 euro meno 10.000 euro di valore residuo da saldare) copriranno gli oneri dovuti al fondo di private equity sostenibile, il quale ha deciso di non partecipare alla divisione degli utili durante i primi 5 anni, ma essere liquidato con una somma una tantum al termine del sesto anno.

L'agevolazione sulla ricerca sviluppo e innovazione in tema di transizione ecologica garantisce un credito d'imposta pari al 10% delle spese sostenute e verificate, tramite visto di conformità da parte di un professionista abilitato¹²⁸, in relazione agli interventi che producono un'innovazione sul processo di produzione basato su un sistema di economia circolare. I costi sostenuti in tale ambito sono pari a 80.000 euro pertanto sarà riconosciuto un credito pari a 8.000 euro che dovrà essere utilizzato in tre quote annuali di pari importo. L'importo per ciascuno dei primi tre esercizi risulta essere pari a 2.666 euro.

In relazione ai criteri sopra evidenziati, l'agevolazione sulle spese di formazione per formare i dipendenti sui nuovi macchinari "green" può beneficiare di un credito d'imposta pari al 40% delle spese sostenute ovvero un credito complessivo pari a 8.000 euro. Le spese per questa formazione sono sostenute interamente nel primo esercizio pertanto sarà possibile utilizzare il credito d'imposta a partire dal secondo esercizio in quanto la normativa prevede che detto credito sia disponibile dall'esercizio successivo a quello dell'effettivo sostenimento.

¹²⁸ Il visto di conformità è interamente "abbattibile" nel limite di costo di 5.000 euro, pertanto, non viene evidenziato nei prospetti di costo sostenuti.

- Costi diretti: impianti
- Costi formazione
- Imposte
- Risultato ante imposte
- Dividendo Fondo P.E.

Valori al termine del 6° esercizio

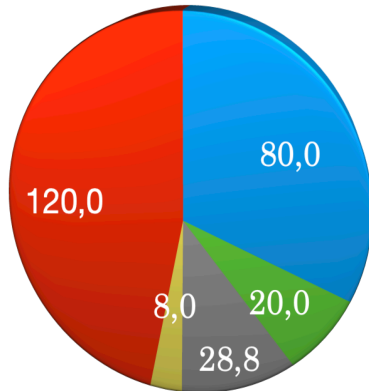


Grafico di produzione propria: dati in migliaia

Valori al termine del 1° esercizio

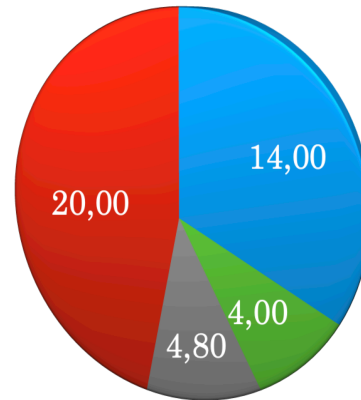


Grafico di produzione propria: dati in migliaia

Il grafico di cui sopra mostra in dettaglio le principali caratteristiche dell'investimento descritto e permette di confrontare fra loro le diverse voci. Come si evince, la possibilità di liquidare il fondo di private equity sostenibile in relazione all'andamento dell'investimento (il dividendo percepito dal fondo al momento di exit viene richiesto al termine del periodo di ammortamento dell'impianto) permette sia di monitorare l'effettivo andamento dell'investimento sia la possibilità di non aggravare l'imprenditore di ulteriori costi oltre a quelli diretti dell'investimento. I costi sostenuti dal primo al quinto esercizio risultano pertanto essere costanti e vista la prospettiva prudenziale di mantenere i ricavi costanti anche l'imposta e l'utile del progetto risultano essere costanti. I dati forniti dal precedente grafico non mostrano l'impatto delle agevolazioni sopra descritte in quanto esse verranno analizzate nel successivo grafico. Il confronto di queste due visure permetterà infatti di apprezzare al meglio il potenziale di detti benefici. Il grafico sotto-riportato evidenzia come le medesime voci possano variare in seguito all'ottenimento dei benefici sopra descritti.

● Costi diretti: impianti ● Costi formazione
 ● Imposte ● Risultato ante imposte

● Costi diretti: impianti ● Costi formazione
 ● Imposte ● Risultato ante imposte
 ● Credito a rimborso

Valori al termine del 1° esercizio

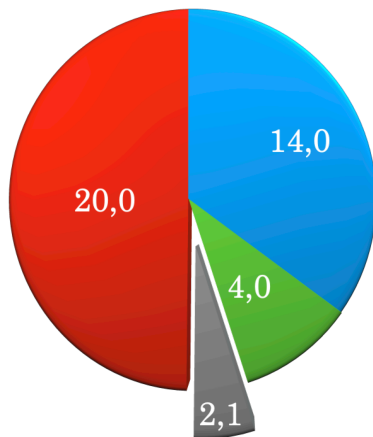


Grafico di produzione propria: dati in migliaia

Valori al termine del 2° esercizio

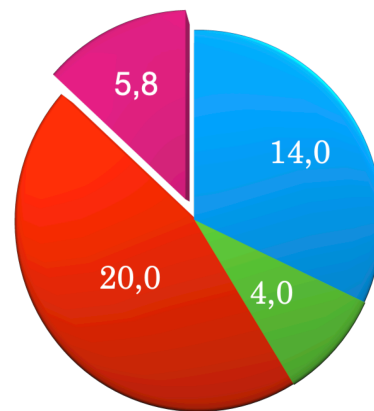


Grafico di produzione propria: dati in migliaia

L'areogramma di sinistra evidenzia il rapporto tra costi sostenuti e risultato ante imposte al termine del primo esercizio. L'effettivo beneficio fiscale di dette agevolazioni si può già osservare infatti l'imposta dovuta tra il caso in cui sia possibile usufruire di dette agevolazioni e il caso in cui non sia possibile risulta essere più che dimezzata. Nel dettaglio si passa da un'imposta dovuta pari al 2.100 euro, nell'eventualità in cui sia possibile fruire del credito, a un'imposta pari a 4.800 euro nel caso contrario.

La situazione migliora al termine del secondo esercizio in quanto sarà possibile beneficiare anche del credito formazione. L'areogramma di destra evidenzia nel dettaglio il quadro tra costi e benefici al termine del secondo esercizio. Come si evince da detto grafico, l'imposta in questo esercizio è praticamente nulla e la residua parte del credito d'imposta formazione potrà essere chiesto a rimborso ai sensi di legge, generando un'ulteriore entrata di cassa per l'azienda. Nel caso in analisi, detto rimborso verrà utilizzato per ridurre parte delle successive quote di imposte dovute.

Di seguito viene fornito il grafico che evidenzia la situazione al termine del sesto esercizio, rispetto al primo grafico fornito si evidenzia che il rapporto tra la quota di risultati ante imposte e il totale delle voci analizzate risulta essere superiore. Questa differenza positiva è dovuta al fatto che per i primi tre esercizi è stato possibile abbattere l'ammontare di buona parte delle imposte dovute.

- Costi diretti: impianti
- Costi formazione
- Imposte
- Dividendo Fonfo P.E.
- Risultato ante imposte

Valori al termine del 6° esercizio

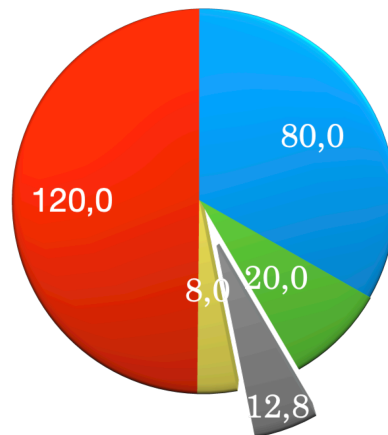


Grafico di produzione propria: dati in migliaia

L'esempio sopra fornito vuole evidenziare a livello empirico la portata delle agevolazioni descritte nel presente capitolo. Lo studio ha voluto mantenere le aliquote in vigore, non adeguandole a quelle previste dalla futura Legge di Bilancio, in quanto ha ritenuto che per un'analisi più prudentiale fosse doveroso utilizzare le aliquote inferiori. Qualora l'investimento fosse effettuato nel 2021 si potrebbero utilizzare le aliquote della Legge di Bilancio 2021, pertanto, i benefici sopra descritti sarebbero addirittura maggiori.

Terminata l'analisi teorica degli investimenti ESG in relazione al mercato del private equity e fornito col presente capitolo il quadro agevolativo a livello fiscale in relazione ai medesimi investimenti, il successivo capitolo evidenzierà nel dettaglio come questi investimenti abbiano impattato su alcuni contesti aziendali reali fornendo sia un'analisi storica basata sui valori di bilancio sia una valutazione finanziaria che possa fornire una previsione sul futuro valore dell'azienda.

CAPITOLO IV – VALUTAZIONE IMPATTO INVESTIMENTI ESG

4.1 Introduzione

L'ultimo capitolo dello studio vuole fornire una disamina degli impatti che gli obiettivi ESG comportano sulla valutazione dell'azienda in seguito al loro conseguimento. Il presente capitolo non vuole fornire un metro di giudizio in chiave sociale per valutare la bontà del compimento di questi obiettivi, in quanto detto risultato è stato già evidenziato nei capitoli precedenti; l'obiettivo di questo capitolo è quello, infatti, di valutare come il valore dell'azienda vari in relazione a essi e più nel dettaglio dimostrare come il raggiungimento di questi obiettivi incrementi il valore dell'azienda.

In primis, verrà fornita una descrizione del metodo di valutazione adottato ovvero verranno evidenziate le caratteristiche principali della valutazione aziendale attraverso il discounted cash flow. Nel dettaglio, saranno descritte le principali componenti impiegate per ottenere i diversi flussi di cassa utili alla valutazione e saranno evidenziati i rispettivi tassi di interesse utili a scontare i flussi e ottenere la valutazione aziendale. Dopo aver fornito le principali caratteristiche di questo metodo, saranno evidenziate nel dettaglio le componenti ESG che impattano nei flussi di cassa. Saranno proposte alcune argomentazioni utili a dimostrare come questi obiettivi incrementino il valore del flusso di cassa. Terminata la disamina degli impatti che le componenti ESG hanno sui flussi di cassa utili per il discounted cash flow, sarà fornita un'analisi che evidenzia come il tasso di rischio utile per lo sconto dei flussi di cassa vari in seguito al conseguimento di questi obiettivi.

La seconda parte di questo capitolo vuole evidenziare come le conclusioni sopra riportate siano recepite nel mondo imprenditoriale. Al fine di evidenziare come questi soggetti valutino il raggiungimento degli obiettivi ESG, verrà analizzato uno studio di McKinsey & Company, il quale approfondisce come il mondo imprenditoriale abbia recepito il maggior valore aziendale generato da questi obiettivi sostenibili. Per valutare come questi obiettivi siano stati recepiti col passare degli anni, saranno riportate le risposte fornite alle medesime domande a distanza di 10 anni. Il risultato del loro confronto è quello di constatare come grazie a una maggiore informazione su questi temi le risposte degli imprenditori differiscano, andando a spostare l'attenzione su temi diversi, ma

mantenendo la stessa ratio sottostante ovvero che detti obiettivi generano valore sia nel breve che nel lungo periodo.

La terza parte del capitolo evidenzia un report fornito dalla principale associazione di categoria del private equity in Italia, ovvero A.I.F.I., il quale analizza le principali richieste degli investitori sottostanti i fondi di private equity, qualora quest'ultimi fossero interessati a investire in progetti sostenibili. L'analisi di queste informazioni può essere utile all'imprenditore per allineare le richieste degli investitori ai suoi programmi e acquisire una posizione preferenziale qualora il fondo di private equity iniziasse la ricerca dell'azienda su cui investire.

L'ultima parte del capitolo evidenzierà nel dettaglio un fondo di private equity locale, 21 Invest Spa, il quale da molti anni ha inserito gli obiettivi ESG nella policy sottostante i suoi investimenti. Dopo aver presentato una descrizione del fondo e fornito un'analisi sulle sue caratteristiche e sui risultati ottenuti negli ultimi anni, saranno presentati due progetti di investimento recentemente conclusi. Detti esempi saranno utili ad argomentare una parte delle ipotesi sostenute dal presente studio ovvero che qualora i fondi di investimento specializzati nel private equity siano orientati a perseguire anche temi ESG il rendimento dell'operazione non subisce nessuna riduzione.

In conclusione, se nel capitolo precedente è stato evidenziato come il compimento di questi obiettivi possa generare dei vantaggi fiscali per l'imprenditore, nel presente capitolo sarà dimostrato che il maggior valore generato dagli investimenti ESG nell'azienda potrà comportare:

- un maggior valore dell'azienda stessa percepito da i suoi stakeholder;
- una maggiore remunerazione per gli investitori sottostanti il fondo di private equity;
- un maggior valore per la comunità locale rientrante nell'ecosistema dell'azienda.

4.2 Investimenti ESG: impatto nella valutazione finanziaria DCF

Per valutare l'effettivo impatto dei temi ESG nell'azienda è utile verificare come essi possano impattare il valore di quest'ultima.

Il codice civile, articolo 2555, definisce l'azienda come "il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa"¹²⁹ pertanto qualora i temi ESG siano integrati nelle diverse gestioni aziendali è doveroso individuare il loro impatto sul valore aziendale.

La valutazione dell'azienda può essere effettuata mediante l'applicazione di diversi metodi tra cui:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo reddituale;
- i metodi misti;
- il metodo finanziario;
- il metodo EVA;
- il metodo dei moltiplicatori.

Ciascuno di questi metodi presenta vantaggi e svantaggi, l'utilizzo di uno di essi rispetto ad altri soggiace all'attività svolta, alla struttura patrimoniale e al settore ove opera l'azienda oggetto di analisi. Lo scopo dello studio non vuole essere quello di definire nel dettaglio le caratteristiche di ciascuno di questi metodi in quanto, per fornire una valutazione dell'impatto dei temi ESG sul valore dell'azienda verrà utilizzato il metodo finanziario. La scelta di tale metodo risiede nel fatto che i metodi finanziari sono generalmente considerati i più razionali tra quelli sopra elencati. I modelli finanziari prevedono una "Discounted Cash Flow Analysis" ovvero prevedono di quantificare il valore dell'azienda utilizzando i flussi di cassa che quest'ultima prevede di realizzare nel corso degli esercizi successivi. Un ulteriore vantaggio che ha orientato l'analisi dei benefici dei temi ESG attraverso questo metodo di valutazione si riscontra nella possibilità di fornire a tutti gli investitori coinvolti nel progetto i rispettivi flussi monetari che si prevedono di ottenere.

L'obiettivo dello studio è quello di mostrare, attraverso l'analisi delle componenti dei flussi di cassa, come i temi ESG comportino un maggior valore per l'azienda.

In primis si vuole definire come si sviluppa una "Discounted Cash Flow Analysis" ovvero come si determina il valore di un'azienda attraverso questo metodo. Come si evince dal nome di tale modello, per giungere al valore dell'azienda si parte da flussi di cassa che quest'ultima andrà a generare. Individuati quest'ultimi il metodo prevede di attualizzarli

¹²⁹ Codice Civile; libro quinto (del lavoro); Titolo VIII (dell'azienda); Capo I (Disposizioni generali); Articolo 2555.

a un tasso di rischio congruo ai flussi oggetto di analisi e successivamente sommare il valore della posizione finanziaria netta¹³⁰. Come si evince dalla formula (1.1) sotto riportata, il valore dell'azienda è influenzato positivamente sia da eventuali incrementi dei flussi di cassa sia da un'eccedenza della liquidità aziendale e della disponibilità finanziaria al netto dell'indebitamento.

$$\text{Valore Azienda} = DCF + PFN \quad (1.1)$$

Come vedremo nei passaggi successivi vi sono diverse tipologie di flussi di cassa, pertanto, l'utilizzo di un tasso di rischio rispetto a un altro dipende dalle caratteristiche del flusso stesso. Per quanto concerne gli elementi oggetto di analisi, questi possono essere divisi in tre variabili fondamentali:

- il valore del flusso di cassa;
- l'arco temporale preso in analisi;
- il tasso di attualizzazione.

Come si evince dalla formula (1.2), di seguito riportata, maggiori sono i flussi di cassa dell'azienda ovvero maggiore è il terminal value, a parità di tasso di interesse e numero di anni, maggiore sarà il valore dei flussi di cassa attualizzati. Viceversa, a parità di flussi di cassa e terminal value, maggiore sarà il tasso di interesse utilizzato per scontare queste variabili, minore sarà il valore dei flussi di cassa attualizzati.

$$DCF = \frac{FCF}{(1+i)^n} + \frac{TV}{(1+i)^n} \quad (1.2)$$

Lo studio vuole evidenziare nel dettaglio come vengono effettuate le valutazioni sulle due principali variabili utili per la determinazione dei flussi di cassa attualizzati.

¹³⁰ "La posizione finanziaria netta è data dalla differenza tra i debiti finanziari, indipendentemente dalla scadenza temporale, le attività finanziarie a breve e le disponibilità liquide. La posizione finanziaria netta può essere negativa, e in questo caso è spesso usato il sinonimo di indebitamento finanziario netto. Se, al contrario, è positiva vuol dire che l'azienda ha "cash" e viene indicata come "cassa netta."; Il Sole 24 Ore; Parole chiavi; Posizione Finanziaria netta; https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html?refresh_ce=1.

In primis deve essere effettuata un'individuazione dei flussi di cassa che si vorrà attualizzare e in relazione a questo punto si sottolinea la possibilità di utilizzare free cash flow to firm unlevered, free cash flow to firm levered e free cash flow to equity.

La tabella di seguito riportata vuole mostrare la composizione di questi differenti flussi di cassa.

EBITDA
(VARIAZIONI CCN)
(VARIAZIONI CFN)
(IMPOSTE SUL RISULTATO OPERATIVO)
= FREE CASH FLOW TO FIRM UNLEVERED
+ BENEFICIO FISCALE
= FREE CASH FLOW TO FIRM LEVERED
(CASH FLOW ON DEBT)
CASH FLOW ON SURPLUSS ASSET
= FREE CASH FLOW TO EQUITY

Nel dettaglio tra le variazioni del capitale circolante netto (CCN) trovano voce gli incrementi/decrementi di crediti commerciali, gli incrementi/decrementi di crediti tributari e previdenziali, gli incrementi/decrementi di rimanenze, gli incrementi/decrementi di debiti commerciali, gli incrementi/decrementi di debiti tributati e previdenziali e infine gli incrementi/decrementi di debiti verso il personale.

All'interno delle variazioni del CAPEX ovvero il flusso di cassa normalizzato (CFN) si trovano gli investimenti materiali, immateriali e finanziari e i disinvestimenti materiali, immateriali e finanziari.

Se dall'EBITDA vengono stornate le variazioni di capitale circolante netto, le variazioni del CAPEX e le imposte sul risultato operativo (IRES e IRAP), si ottiene il flusso di cassa disponibile per l'azienda al netto del beneficio fiscale (FREE CASH FLOW TO FIRM UNLEVERED).

Partendo da quest'ultimo flusso di cassa qualora si aggiungesse anche il beneficio fiscale ovvero il risparmio fiscale per gli interessi passivi su finanziamenti e leasing e il risparmio fiscale per le commissioni e gli oneri bancari si otterrebbe il flusso di cassa disponibile per l'azienda comprensivo del beneficio fiscale (FREE CASH FLOW TO FIRM LEVERED).

Infine, per ottenere il FREE CASH FLOW TO EQUITY si devono stornare la macro area dei CASH FLOW on DEBT ovvero gli interessi passivi su finanziamenti e leasing, le commissioni, gli oneri bancari e i rimborsi o le accensioni di finanziamento e la macro area dei CASH FLOW on SURPLUS ASSET che comprende gli incassi non caratteristici, i pagamenti non caratteristici, i proventi finanziari e le imposte sul risultato della gestione accessoria.

La scelta del flusso considerato varia in relazione alle esigenze della valutazione, infatti, qualora si utilizzasse il FREE CASH FLOW TO FIRM UNLEVERED si valuterebbe il valore del solo capitale operativo mentre con il FREE CASH FLOW TO FIRM LEVERED si andrebbe a valutare il valore del capitale netto dell'azienda. Nell'eventualità invece si considerasse il FREE CASH FLOW TO EQUITY si andrebbero ad analizzare i flussi di cassa disponibili per la proprietà al netto dei dividendi versati.

Scelti i flussi di cassa che si intendendo attualizzare è opportuno individuare il corretto tasso di rischio. Qualora utilizzassimo il FREE CASH FLOW TO FIRM LEVERED è opportuno utilizzare il costo opportunità del capitale indicato nella formula (1.3).

$$K_o = K_e * \frac{EqV}{FV_L} + K_i * \frac{B}{FV_L} \quad (1.3)$$

Nell'eventualità in cui si utilizzassero i FREE CASH FLOW TO FIRM UNLEVERED si dovrà utilizzare il WACC indicato nella seguente formula (1.4).

$$WACC = K_e * \frac{EqV}{FV_L} + K_i * \frac{B}{FV_L} * (1 - t) \quad (1.4)$$

Infine, qualora si utilizzassero i FREE CASH FLOW TO EQUITY il tasso di rischio congruo è il K_e (cost of equity).

Per quanto concerne il calcolo del terminal value (TV) si può procedere alternativamente o con una valorizzazione perpetua dei flussi di cassa ovvero attraverso l'utilizzo dei multipli di mercato o in extrema ratio mediante l'equazione di Gordon riportata nella formula (1.5).

$$TV = \frac{FCFF_{L(n+1)}}{WACC - g} \quad (1.5)$$

Nel prosieguo del capitolo verranno analizzate alcune delle componenti impiegate al fine di calcolare i flussi di cassa per valutare l'impatto dei temi ESG nella valutazione aziendale.

4.2.1 Investimenti ESG: variazioni numeratore flussi di cassa

Analizzate le principali caratteristiche della valutazione finanziaria, lo studio vuole ora evidenziare come i temi ESG possano impattare in ciascuna delle sue componenti.

La prima analisi verrà fornita sulle componenti che compongono i flussi di cassa cercando di evidenziare come questi temi possano incrementare o ridurre il valore che successivamente sarà attualizzato.

In primis viene fornita un'analisi su alcune delle componenti del EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) o MOL (Margine Operativo Lordo), il quale rappresenta il punto di partenza per il calcolo dei flussi di cassa come evidenziato al paragrafo precedente.

La tabella sotto-riportata vuole evidenziare la composizione di questo indicatore utilizzando lo schema del conto economico riclassificato al valore aggiunto.

+ Ricavi delle vendite e prestazioni
+/- Variazione delle rimanenze prodotti finiti
+ Altri Ricavi
+ Costi capitalizzati
A. Valore della produzione operativa
- Acquisto di merci
- Acquisto di servizi
- Godimento beni di terzi
- Oneri diversi di gestione
+/- Variazione delle rimanenze materie prime
B. Costi della produzione
Valore Aggiunto (A- B)
- Costi del Personale
EBITDA (MOL)

Il primo punto di analisi vuole essere la voce “Ricavi delle vendite e prestazioni” per capire come le componenti ESG possano pertanto variare il valore della produzione operativa.

A titolo esemplificativo, un’analisi condotta in uno dei settori driver del PIL italiano, ovvero quello della moda, da McKinsey&Company, in collaborazione con la Camera nazionale della moda italiana e riportata dal Sole 24 Ore¹³¹, ha evidenziato che più dei 2/3 della popolazione studiata valorizza il prodotto sostenibile rispetto ai suoi competitors non sostenibili affermando che per comprare quel determinato prodotto sostenibile fosse disposta a riconoscere un prezzo maggiore sino al 10%. Un’analisi più prudentiale permette di sostenere che il campione è disposto a sostenere un maggiore esborso del 5% per acquistare un prodotto sostenibile.

Se si considerano le analisi riportate nei precedenti capitoli, si evince come l’importanza dei temi ESG stia sempre più crescendo negli ultimi anni nelle nuove generazioni pertanto tali maggiori entrate potrebbero addirittura aumentare nel momento in cui queste nuove generazioni avranno maggior disponibilità economica per sostenere i loro consumi.

¹³¹ Casadei M.; *La sostenibilità è importante, ma vende? Sì, secondo i buyer, e sempre di più*; Il Sole 24Ore; 29 marzo 2019.

Il prosieguo del paragrafo vuole evidenziare come la creazione di prodotti più sostenibili non comporti essenzialmente un aumento dei costi di produzione, ma paradossalmente potrebbe migliorare l'efficienza produttiva e pertanto generare un risparmio dei costi che poi si tradurrebbe in maggiore valore aggiunto per l'impresa.

Se da un lato ipotizzare il maggior incremento di ricavi può risultare più agevole, ipotizzare come nuovi processi produttivi legati a questo tema possano ridurre i costi è forse più difficoltoso, pertanto, viene fornito l'esempio di San Benedetto Spa la quale si è impegnata negli ultimi anni a ridefinire la sua capacità produttiva in chiave sostenibile.

L'esempio vuole dimostrare come un'analisi e una programmazione scrupolosa in ottica sostenibile possano nel contempo migliorare le performance dei ricavi, come visto nell'inizio del paragrafo, e ridurre i costi di produzione.

San Benedetto Spa ha svolto in primis un'analisi preliminare per individuare ove producesse più emissioni di Gas a Effetto Serra confermando che il 50% di dette emissioni era generato dall'acquisizione delle materie prime. Individuata l'area dove intervenire la società ha poi implementato un progetto, in linea con gli ordinamenti e le direttive comunitarie in materia di sostenibilità, per la produzione di una bottiglia con materiali più sostenibili.

Per ottenere tali risultati è stato intrapreso un progetto "1L Easy" il quale aveva l'obiettivo di compensare interamente la CO₂ utilizzata, ad oggi la bottiglia 1L "Easy" si distingue dalle altre per la presenza del 50% di RPET (PET riciclato¹³²) ovvero il massimo richiesto dalla normativa vigente. L'utilizzo di questa materia permette di ridurre l'uso della materia prima "classica" salvaguardando pertanto l'ambiente. Si sottolinea che tale nuova iniziativa ha generato un successo anche a livello di immagine andando a soddisfare i bisogni dei consumatori più eco-friendly.

Se i risultati a livello ambientale sono di facile intuizione si vuole ora evidenziare i benefici a livello di ottimizzazione dei costi. I principali benefici sono riscontrabili in due diverse macro-aree: materiali e consumi. Per quanto concerne la prima, oltre all'utilizzo di un materiale riciclato, San Benedetto Spa ha ridotto la restante parte di plastica presente nelle sue bottiglie andando a riprogettare il tappo della bottiglia al fine di renderlo più

¹³² Il PET (polietilene tereftalato) è una materia sintetica appartenente alla famiglia dei poliesteri che viene realizzato con petrolio, gas naturale o materie prime vegetali. Riciclabile al 100 per cento, non perde le sue proprietà fondamentali durante il processo di recupero e la si può così trasformare ripetutamente per la realizzazione di prodotti pregiati. <https://www.petrecycling.ch/it/da-sapere/pet-materia-pregiata/panoramica>.

piccolo. Tale riduzione di volume ha pertanto generato del risparmio sui costi di packaging delle bottiglie. Il secondo vantaggio in termini di costo si riscontra nell'impiego di un impianto di trigenerazione¹³³ nell'unità produttiva di Scorzè il quale, grazie alla produzione combinata di energia elettrica, termica e frigorifera, è riuscito a ridurre negli ultimi anni sia le emissioni di CO2 sia i costi legati alla produzione di energia.

Dall'esempio sopra riportato si evince come il perseguimento di obiettivi ESG abbia generato dei benefici di costo per l'azienda i quali andranno a impattare direttamente il valore dell'EBITDA e come conseguenza di ciò incrementeranno il valore dei flussi di cassa dell'azienda.

Un'ulteriore variabile da considerare qualora si analizzassero le componenti che impattano il numerato dei flussi di cassa attualizzati sono le eventuali sanzioni in capo all'azienda per condotte dannose.

L'OIC 12 "Composizione e schemi del bilancio d'esercizio" prevede che le eventuali sanzioni per condotte scorrette siano inserite nella voce "B14): Oneri diversi di gestione" precisamente tra il conto "oneri per multe, ammende e penalità". Individuata la classificazione di tali costi per l'azienda e sapendo che gli oneri diversi di gestione impattano sul valore dell'EBITDA, qualsiasi sanzione per condotte dannose ridurrebbe il valore del flusso di cassa. Al contrario, una condotta corretta farebbe prevenire dette sanzioni e manterrebbe il flusso di cassa a valori più alti. Nel dettaglio, per quanto concerne i temi ESG, si sottolinea la Direttiva 2008/99/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio la quale prevede che gli Stati membri applichino sanzioni per le persone giuridiche che commettono condotte come:

- a. *"lo scarico, l'emissione o l'immissione illeciti di un quantitativo di sostanze o radiazioni ionizzanti nell'aria, nel suolo o nelle acque che provochino o possano provocare il decesso o lesioni gravi alle persone o danni rilevanti alla qualità dell'aria, alla qualità del suolo o alla qualità delle acque, ovvero alla fauna o alla flora;*
- b. *la raccolta, il trasporto, il recupero o lo smaltimento di rifiuti, comprese la sorveglianza di tali operazioni e il controllo dei siti di smaltimento successivo alla loro chiusura nonché l'attività effettuata in quanto commerciante o intermediario (gestione dei rifiuti), che provochi o possa provocare il decesso o lesioni gravi alle persone o danni*

¹³³ I sistemi di trigenerazione permettono di utilizzare il calore di scarto prodotto dalla combustione sia per il riscaldamento sia per il raffrescamento, grazie al recupero termico e ad un procedimento fisico chiamato ciclo frigorifero ad assorbimento.

rilevanti alla qualità dell'aria, alla qualità del suolo o alla qualità delle acque, ovvero alla fauna o alla flora;

...

- d. *l'esercizio di un impianto in cui sono svolte attività pericolose o nelle quali siano depositate o utilizzate sostanze o preparazioni pericolose che provochi o possa provocare, all'esterno dell'impianto, il decesso o lesioni gravi alle persone o danni rilevanti alla qualità dell'aria, alla qualità del suolo o alla qualità delle acque, ovvero alla fauna o alla flora*"¹³⁴.

Infine, un'ulteriore componente da considerare per la variazione dei flussi di cassa in relazione ai temi ESG è l'imposizione fiscale. Si sottolinea infatti che gli Stati possono prevedere delle tasse per disincentivare alcune condotte dannose, si pensi a titolo esemplificativo alla "Plastic Tax" la quale dovrebbe disincentivare la produzione di materiale plastico. Nel dettaglio tale iniziativa è mossa da finalità extra-fiscali in quanto l'obiettivo del legislatore, in linea con gli obiettivi ESG a livello comunitario, è quello di ridurre al minimo l'uso della plastica monouso. Allinearsi a quanto dettato da questa normativa è essenziale per non aggravare i costi dell'impresa, infatti, è previsto che per ciascun kg di plastica prodotto sia dovuto un prelievo fiscale pari a 45 centesimi¹³⁵. A titolo informativo si sottolinea che per incentivare il passaggio a comportamenti più virtuosi il legislatore ha introdotto un credito d'imposta pari al 10% delle spese effettuate dal 1° gennaio al 31 dicembre 2020 per allineare l'impianto produttivo alla normativa vigente e iniziare a produrre materiale alternativo e più sostenibile.

L'analisi delle diverse tassazioni presenti è rilevante in quanto a parità di EBITDA avere un'imposizione fiscale minore incrementa il valore del flusso di cassa.

Le componenti che possono impattare le voci al numeratore del flusso di cassa attualizzato sono ancora molte, ma l'obiettivo di detto paragrafo esula dalla mera elencazione esaustiva di tali voci. La trattazione di questo paragrafo vuole infatti evidenziare come le tematiche ESG possano impattare in dette variabili e come un'analisi corretta e un'esaustiva pianificazione aziendale possano permettere all'azienda di incrementare il suo valore.

¹³⁴ Direttiva 2008/99/CE Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 novembre 2008; Gazzetta ufficiale dell'Unione europea; 6 dicembre 2008;

¹³⁵ Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 commi da 634 a 658.

4.2.2 Investimenti ESG: variazioni denominatore flussi di cassa

Terminata la disamina sugli impatti degli obiettivi ESG sulle voci del numeratore dei flussi di cassa attualizzati, il presente paragrafo vuole evidenziare come la presenza di detti obiettivi incida sul tasso di interesse di attualizzazione. La variazione del tasso di sconto può infatti far variare anche considerevolmente il valore del flusso di cassa attualizzato. Un'analisi condotta da MSCI evidenzia come le aziende che ottengono valutazioni ESG significative presentano un costo del capitale inferiore mentre quelle che ottengono valutazioni basse o non perseguono obiettivi ESG presentano un costo del capitale significativamente più elevato.

L'analisi evidenzia pertanto la forte correlazione tra le valutazioni ESG e il costo del capitale. L'analisi poi analizza questo andamento nei mercati più o meno sensibili ai temi ESG ovvero l'andamento del tasso in relazione alla progressiva integrazione di detti temi nella pianificazione aziendale.

Nel dettaglio l'indagine ha studiato i punteggi ESG, ottenuti nel periodo dal 31 dicembre 2015 al 29 novembre 2019, di un campione di società classificate nell'indice MSCI World (ovvero le aziende sviluppate in mercati sviluppati) dividendole in quintili in base al loro punteggio ESG.

Lo studio vuole evidenziare il tasso di rischio per ciascun quintile preso in analisi. L'analisi ha rilevato il cost of capital da Thomson Reuters¹³⁶, tale valore rappresenta la media ponderata del costo del capitale proprio, del debito (al netto delle imposte) e delle azioni privilegiate. Il cost of equity è stato ricavato attraverso la formula del CAPM (Capital Asset Pricing Model). Il cost of debt ha ponderato sia il debito breve sia quello a lungo termine. Dal grafico sotto riportato si evince come il cost of capital diminuisca sensibilmente al crescere della valutazione ESG ottenuta dall'azienda. Le aziende che hanno registrato un minore punteggio ESG sono soggette a un tasso di quasi 6,6% mentre quelle che hanno ottenuto il punteggio migliore possono beneficiare di una riduzione di quasi 0,4% di detto costo ovvero un tasso poco inferiore al 6,2%¹³⁷.

¹³⁶ Thomson Reuters Corporation è una multinazionale canadese operativa nel settore dei mass media e dell'informazione;

¹³⁷ Lodh A. Vice President MSCI Research; *ESG and the cost of capital*; MSCI; 25 febbraio 2020.

World: cost of capital

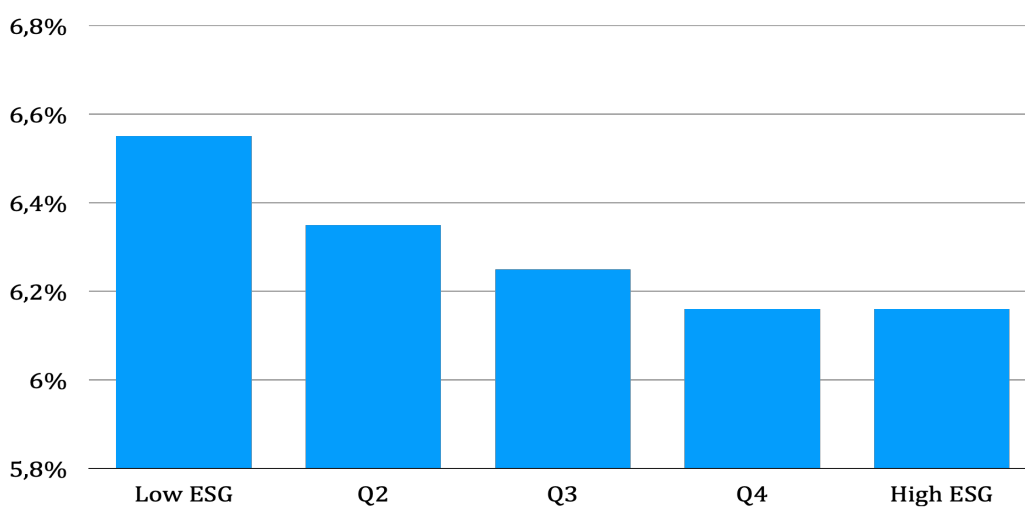


Grafico di produzione propria: dati MSCI

La relazione sopra descritta può essere riscontrata anche sul cost of equity, infatti, come si evince dal grafico sotto riportato, il costo passa da quasi l'8,2% in caso di basse valutazioni ESG a poco più del 7,6% nel caso di egregie valutazioni¹³⁸.

World: cost of equity

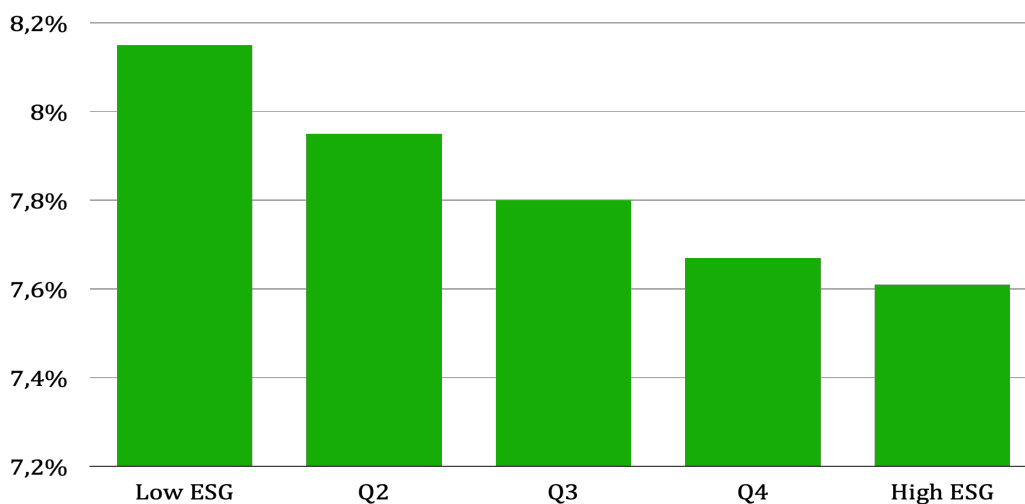


Grafico di produzione propria: dati MSCI

Analoghe considerazioni possono essere sviluppate per il cost of debt, infatti, come si nota dal grafico sotto riportato il costo scende da circa il 2,4% nel caso in cui vi sia una bassa

¹³⁸ Lodh A. Vice President MSCI Research; *ESG and the cost of capital*; MSCI; 25 febbraio 2020.

valutazione ESG a poco meno del 1,8% nell'eventualità in cui l'azienda abbia ottenuto un'alta valutazione¹³⁹.

World: cost of debt

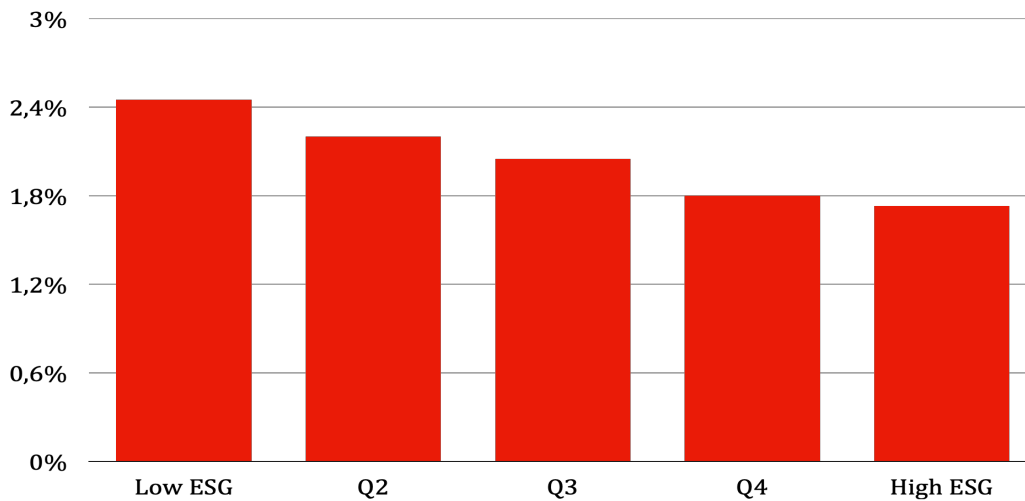


Grafico di produzione propria: dati MSCI

La motivazione sottostante al fatto che le società con valutazioni ESG elevate siano soggette a un tasso di rischio minore si può riscontrare nella circostanza che quest'ultime sono soggette a minori rischi sistemati. Tale conclusione è in linea a quanto enunciato dal modello CAPM il quale prevede che in relazione a un minore rischio sistematico (beta) si ottenga un minore costo del capitale proprio.

Anche il costo del capitale di debito risulta essere inferiore per le aziende con elevate valutazioni ESG. Tale conclusione può essere argomentata prendendo in analisi le aspettative di insolvenza, infatti, uno dei pilastri ESG, la Good Governance, ha un impatto diretto su detto aspetto poiché una buona governance deve per forza ridurre al minimo il rischio di insolvenza dell'azienda.

La seconda parte dell'analisi condotta da MSCI evidenzia come il costo del capitale vari in relazione all'area geografica dove sono localizzate le aziende.

Per quanto concerne i mercati sviluppati, la percezione dei temi ESG varia a seconda delle aree considerate. Per evidenziare quanto detto, sono forniti una serie di grafici, di seguito riportati, ove sono indicati i costi del capitale in relazione all'analisi dei medesimi quintili negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone.

¹³⁹ Lodh A. Vice President MSCI Research; *ESG and the cost of capital*; MSCI; 25 febbraio 2020.

Dal grafico sotto riportato si evince come la perfetta relazione riscontrata a livello generale nel precedente paragrafo sia mantenuta unicamente negli Stati Uniti mentre in Europa e in Giappone il costo del capitale è minore nel quarto quintile, il quale rappresenta una valutazione ESG poco inferiore rispetto al quinto ovvero il migliore dei cinque. Tale motivazione si può riscontrare nel fatto che il mercato statunitense abbia già recepito completamente il vantaggio legato ai temi ESG mentre il mercato del vecchio continente e del Giappone, seppur mostrando un trend crescente rispetto alla valutazione ESG, abbia ancora delle piccole incertezze rispetto ai benefici finanziari legati al conseguimento degli obiettivi ESG.

World: cost of capital

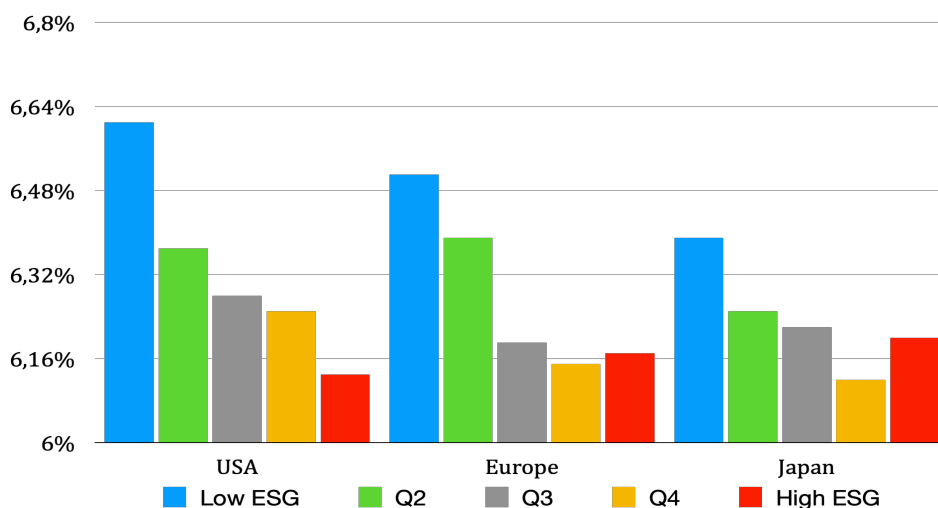
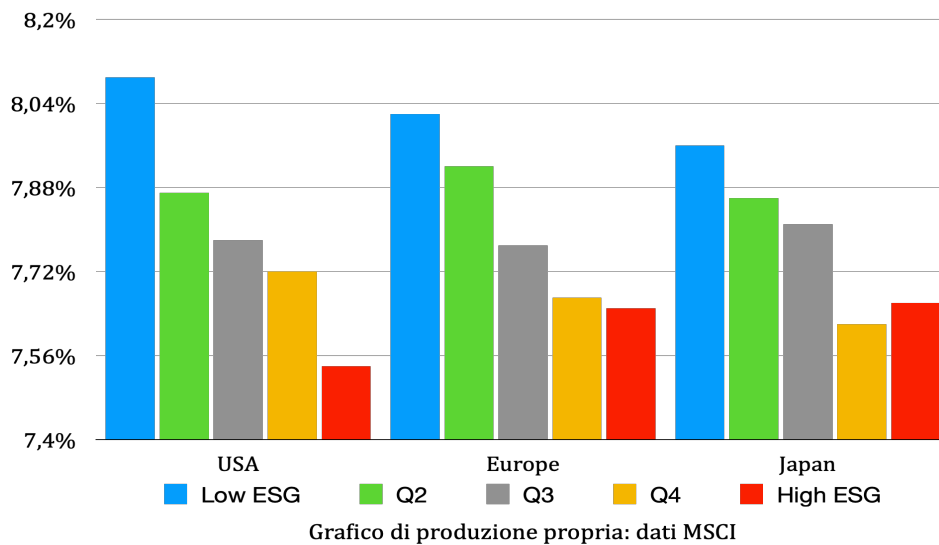


Grafico di produzione propria: dati MSCI

L'analisi sopra evidenziata può essere riscontrata anche nel cost of equity, infatti, anche in questo caso unicamente gli Stati Uniti rispettano perfettamente il trend evidenziato nell'analisi generale mentre l'Europa e il Giappone evidenziano una leggera discrepanza nel quarto e quinto quintile. Nonostante detta differenza, dal grafico sotto riportato si può comunque affermare una riduzione del cost of equity al miglioramento delle valutazioni ESG, infatti, tra il primo quintile (valutazioni peggiori), e il quinto quintile (valutazioni migliori) vi è comunque una riduzione di almeno 0,3% in tutte e tre le aree analizzate¹⁴⁰.

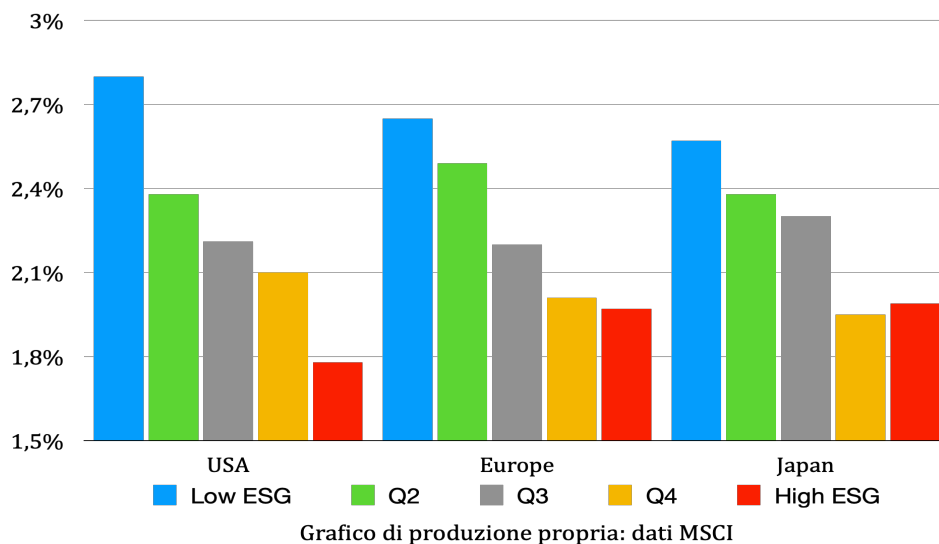
¹⁴⁰ Lodh A. Vice President MSCI Research; *ESG and the cost of capital*; MSCI; 25 febbraio 2020.

World: cost of equity



Analoghe considerazioni possono essere sviluppate per il cost of debt, infatti, anche in relazione a detto costo vi è un’anomalia tra il quarto e il quinto quintile in Europa e in Giappone ma, in linea generale, come si evince dal grafico sotto riportato il cost of debt tra il primo e il quinto quintile varia in diminuzione di oltre l’1% negli Stati Uniti, di oltre lo 0,7% in Europa e di oltre lo 0,6% in Giappone confermando la diminuzione del costo al migliorarsi della valutazione ESG¹⁴¹.

World: cost of debt



¹⁴¹ Lodh A. Vice President MSCI Research; *ESG and the cost of capital*; MSCI; 25 febbraio 2020.

L'ultima parte dello studio vuole evidenziare come vari il costo del capitale in relazione al miglioramento della valutazione dei temi ESG. Da quanto si evince in detta analisi, il mercato sembra valorizzare il miglioramento della sensibilità a detti temi, pertanto, qualora un'azienda non perseguisse questi obiettivi potrebbe valutare l'inserimento di essi nella sua pianificazione aziendale al fine di ottenere dei miglioramenti nella sua valutazione finanziaria.

In estrema sintesi si può affermare che il minore tasso di rischio applicabile dalle società con elevati obiettivi ESG possa essere motivato da diverse assunzioni, a titolo esemplificativo:

- un minor rischio sistematico;
- una migliore solvenza dei debiti;
- un vantaggio competitivo derivante dalla migliore ottimizzazione delle risorse e del capitale umano;
- un minore rischio operativo.

In conclusione, si può affermare che il beneficio ottenuto dalle aziende che perseguono i temi ESG, in relazione al minor costo del capitale, potrebbe assorbire anche un ipotetico maggior costo causato da questi obiettivi. Tuttavia, se si analizza quanto riportato nel precedente paragrafo, l'ipotesi di possibili maggiori oneri a carico dell'azienda è stata confutata pertanto il beneficio ottenuto dal minor tasso di interesse va a incrementare ulteriormente il valore dei flussi di cassa attualizzati.

La relazione tra costo del capitale e valutazione ESG evidenziata dai presenti paragrafi mostra come qualora si perseguano degli obiettivi ESG si migliori il valore della propria azienda. In aggiunta a quanto detto, nell'eventualità in cui detti obiettivi non fossero ancora considerati potrebbero rilevarsi dei veri e propri strumenti per migliorare le performance aziendali. In relazione a questo risultato la pianificazione aziendale non può trascurare i temi ESG in quanto essi impattano direttamente sul valore dell'azienda.

4.3 Il premio ESG: nuove prospettive sul valore e prestazioni

Analizzati alcuni dei principali fattori dei temi ESG che impattano sul valore aziendale il presente paragrafo vuole evidenziare come questi vantaggi siano recepiti a livello aziendale.

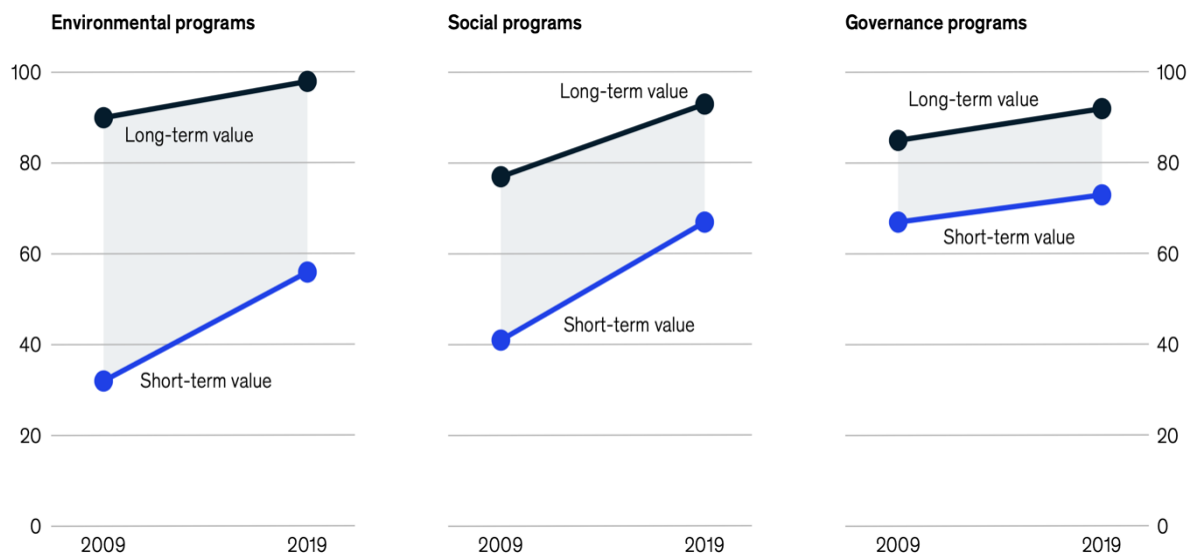
Constatato che le perplessità legate alla creazione di valore nell'ordine dei temi ESG sia ancora presente, in quanto i vantaggi ESG per essere rilevati necessitano di un'analisi finanziaria, si vuole evidenziare un'ulteriore peculiarità di questi temi. Detti obiettivi, per generare effettivamente dei vantaggi economici, devono essere percepiti da tutti i portatori di interesse della società che, come evidenziato in ottica ESG, comprendono un bacino di soggetti assai più numeroso rispetto alle tradizionali aziende.

A titolo esemplificativo, i principali vantaggi legati ai temi ESG che incrementano il valore dell'azienda sono:

- il miglioramento delle relazioni con i clienti e dell'immagine dell'azienda;
- il miglioramento della reputazione dell'azienda;
- il consolidamento della percezione di affidabilità dei prodotti;
- il consolidamento della qualità dei servizi;
- l'espansione del potenziale mercato;
- il miglioramento dell'efficienza energetica;
- la riduzione dei costi legati agli sprechi;
- l'ottimizzazione del lavoro dipendente;
- la riduzione dei rischi aziendali.

Individuati quali vantaggi si possono ottenere in relazione a questi temi, è doveroso interrogarsi quando detti benefici possano essere percepiti dall'azienda. Un'analisi di McKinsey & Company confronta le risposte fornite a distanza di 10 anni da professionisti e imprenditori, sensibili ai temi ESG, in relazione alla percezione di questi vantaggi nelle loro aziende. La maggior parte di questi sostengono che i programmi aziendali orientati ai temi Ambientali, Sociali e di Good Governance possano creare valore sia nel breve periodo sia nel lungo periodo. Come si evince dal grafico sotto riportato si può facilmente dedurre come, col passare degli anni e delle conoscenze in materia ESG, la percezione dei diversi vantaggi legati a questi obiettivi sia aumentata¹⁴².

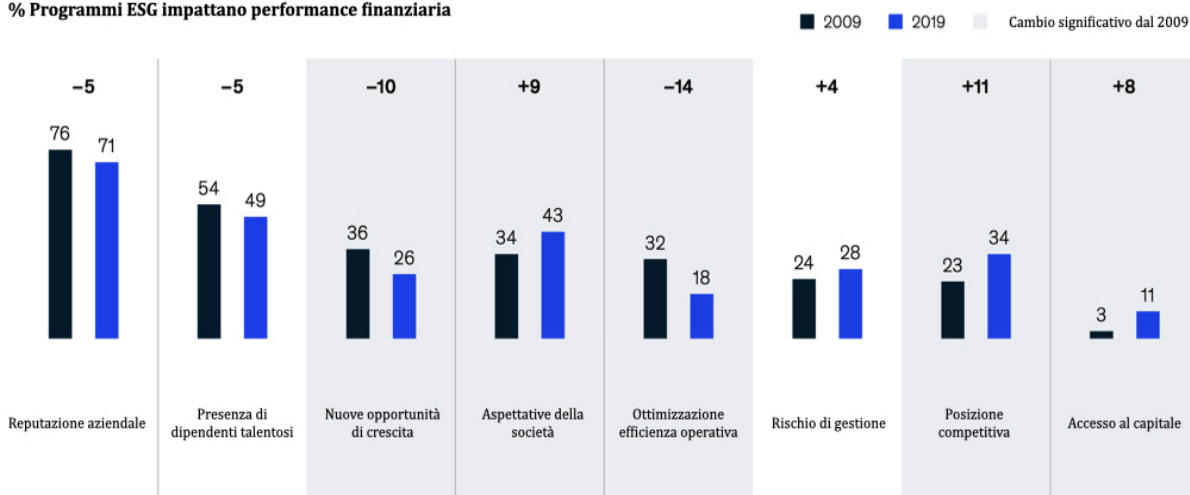
¹⁴² McKinsey & Company; *The ESG premium: New perspectives on value and performance*; 12 febbraio 2020.



Dal grafico si nota un generale aumento della percezione del valore sia nel breve che nel lungo termine in tutte e tre le aree. Nel dettaglio la percezione del valore del breve termine subisce un incremento considerevole sia per quanto concerne i temi Ambientali sia per quelli Sociali. Cresce, ma con una percentuale inferiore, anche la percezione di valore a breve termine per quanto riguarda i temi di Good Governance. Per quanto concerne il lungo periodo, l'aumento più considerevole si riscontra nell'area Sociale mentre quella legata all'Ambiente e alla Good Governance crescono con una percentuale inferiore. In conclusione, un'ultima considerazione che si può ottenere dall'analisi del predetto grafico riguarda il confronto della crescita di percezione del valore tra il breve e il lungo periodo: la percezione del valore legata a questi temi, decorsi 10 anni dalla prima analisi, ha incrementato maggiormente la percezione del valore nel breve termine rispetto a quella a lungo termine. Questa conclusione è frutto della maggiore conoscenza nei temi ESG e nei loro vantaggi, i quali possono tramutarsi in veri e propri vantaggi economici per l'azienda nel breve periodo in ottica di risparmio fiscale per le aziende stesse, come evidenziato anche nel capitolo precedente.

La seconda parte dell'analisi mostra come il medesimo campione consideri influenzate le performance finanziaria dell'azienda in relazione ad alcuni obiettivi ESG. Il grafico sotto riportato evidenzia come a distanza di 10 anni sia variata la percezione in relazione alle medesime azioni ESG.

% Programmi ESG impattano performance finanziaria



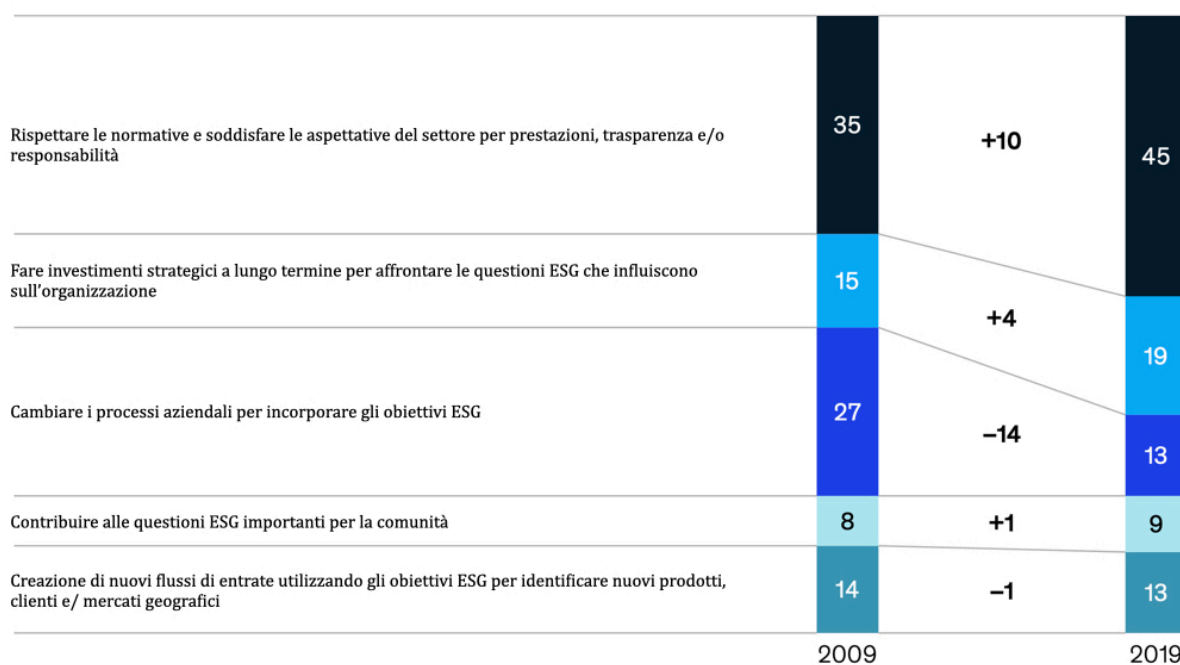
Dal grafico si evince come sia cambiata la percezione dell'incidenza dei programmi ESG nei diversi fattori ed elementi che partecipano alla creazione del valore di un'azienda. Nel dettaglio, la reputazione aziendale, la presenza di dipendenti talentuosi che sostengano la medesima vision aziendale e il rischio di gestione, non hanno subito una variazione significata tra quanto sostenuto nel 2009 e nel 2019. Subiscono invece una variazione significativa i seguenti fattori:

- la presenza di nuove opportunità di crescita;
- le aspettative della società;
- l'ottimizzazione dell'efficienza operativa;
- la posizione competitiva;
- l'accesso al capitale.

Nel 2019 i programmi legati agli obiettivi ESG sono stati molto più assimilati dalle aziende rispetto a quanto fossero nel 2009, pertanto è ragionevole immaginare come le nuove opportunità di crescita legate a questi temi si siano scemate col passare degli anni. Tali obiettivi sono molto più condivisi dalla comunità, come evidenziato nei precedenti capitoli, pertanto il valore che quest'ultima conferisce all'azienda non potrà non considerare l'assimilazione di questi temi dalle aziende stesse. L'aver assimilato o meno detti programmi risulterà pertanto un fattore competitivo dell'azienda in quanto il mercato potrebbe non considerare aziende estranee a questi temi. Diminuisce la percezione che i temi ESG comportino un'ottimizzazione operativa in quanto il campione non considera essa come un fattore caratteristico che possa incrementare la valutazione

delle performance dell'azienda. L'ultimo punto riguarda l'accesso al capitale, come evidenziato nei capitoli precedenti, diversi fondi di investimento hanno iniziato a considerare i programmi ESG come elemento essenziale per la scelta delle società su cui investire, pertanto la ricerca o meno degli obiettivi ESG si traduce in una facilitazione per quanto concerne l'accesso ai capitali¹⁴³.

La terza parte dell'analisi consta nell'individuazione di quali aspetti collegati ai fattori ESG siano maggiormente considerati dal campione preso in analisi. Il grafico di seguito riportato vuole evidenziare come a distanza di un decennio, assimilate maggiormente le conoscenze in ambito ESG, le risposte siano variate.



Nel dettaglio cresce sia la volontà di rispettare le normative attinenti ai temi ESG sia la volontà di soddisfare le nuove aspettative del mercato. In chiave di organizzazione, il campione ritiene che l'ottimizzazione dei programmi ESG possa essere raggiunta mediante alcuni investimenti da effettuarsi anche nel lungo termine e non tramite un rapido e improvviso cambio dei processi aziendali. Tale assunzione può essere dettata dal fatto che gli obiettivi ESG per essere maggiormente assimilati necessitano di un progetto a lunga durata che permetta la coesione di tutte le attività operative dell'azienda e non una rapida sostituzione dei vecchi programmi con quelli nuovi in quanto detta azione

¹⁴³ McKinsey & Company; *The ESG premium: New perspectives on value and performance*; 12 febbraio 2020.

potrebbe generare risultati negativi. In estrema sintesi, il campione sostiene che i temi ESG devono essere integrati e assimilati e non imposti. Il campione non varia sensibilmente le proprie considerazioni in relazione alla necessità da parte dell'azienda di perseguire obiettivi ESG per raggiungere risultati nei temi sensibili alla comunità locale e per la creazione di nuovi flussi di cassa ottenibili in nuovi mercati geografici o con nuovi prodotti¹⁴⁴.

L'analisi si conclude evidenziando che la crescente percezione dell'importanza di questi temi abbia generato un aumento delle ricerche in questa materia e delle analisi sugli impatti sul valore aziendale. Nonostante la mole di richieste, è utopico pensare di analizzare tutti i sotto temi ESG per ciascuna azienda in quanto si perderebbe di efficacia, ma soprattutto di efficienza. Come anticipato a inizio paragrafo, l'effettivo manifestarsi di detti vantaggi si riscontra qualora i diversi stakeholder percepiscano questo maggior valore, pertanto, le analisi in chiave ESG dovrebbero focalizzarsi sui temi maggiormente condivisibili dai diversi portatori di interessi.

In conclusione, si può affermare che qualora detti vantaggi siano correttamente esternalizzati ai diversi stakeholder, questi potrebbero essere disposti a corrispondere un premio maggiore per investire in aziende con una forte performance ESG. Da questa assunzione si può dedurre che gli imprenditori estranei ai temi ESG potrebbero iniziare a considerare nelle proprie pianificazioni finanziarie e aziendali detti temi, in quanto interessati da questi nuovi vantaggi. Infine, se i cambiamenti avvenuti negli ultimi dieci anni, come mostrato dai diversi grafici, venissero utilizzati come anteprima del futuro decennio, il valore attribuito alle aziende incentrate sui temi ESG potrebbe crescere ulteriormente.

4.4 Analisi AIFI: “private capital e sostenibilità”

Nel presente paragrafo si vuole evidenziare l'analisi condotta dalla principale associazione di categoria per evidenziare come i temi ESG abbiano realmente impattato la pianificazione aziendale e soprattutto evidenziare quali siano le principali richieste dagli investitori di private equity in fase di due diligence. Lo studio di queste domande potrebbe permettere a un imprenditore interessato a ottenere capitale attraverso i fondi

¹⁴⁴ McKinsey & Company; *The ESG premium: New perspectives on value and performance*; 12 febbraio 2020.

di private equity sostenibile di allinearsi alle richieste degli investitori sottostanti i fondi stessi.

Nel prosieguo del paragrafo sarà descritto il questionario proposto dall'AIFI nel suo quaderno sull'investimento nel capitale di rischio che tratta il private capital e il suo rapporto con la sostenibilità¹⁴⁵.

Il questionario sopra citato, vista la complessità della materia, è suddiviso in quattro macro aree:

- sezione generale;
- sezione Environmental;
- sezione Social;
- sezione Governance.

Salvo le informazioni ottenute nella sezione generale, lo studio delle diverse domande da parte dell'azienda deve essere condotto considerando unicamente le informazioni ottenute dalla sezione interessata, in quanto un'eventuale pianificazione strategica orientata a ottimizzare tutte le risposte delle diverse aree potrebbe essere controproducente per l'azienda. La ratio sottostante questa affermazione è sempre la medesima, ovvero il maggior valore viene attribuito dagli stakeholders interessati, pertanto a titolo esemplificativo dei fondi orientati a finanziare aziende con una Good Governance potrebbero non considerare tutte le politiche aziendali volte a migliorare gli altri temi ESG.

Per quanto concerne le domande generali, ovvero quelle adattabili a ciascuno dei diversi temi ESG, l'associazione AIFI propone le seguenti richieste:

1. *“l'asset manager aderisce ad una società specializzata in tematiche ESG come UN PRI Un Global Compact o altre organizzazioni anche locali? In caso di risposta negativa esplicitare le ragioni e se si intende aderire ad una di queste organizzazioni;*
2. *l'asset manager è dotato di una policy ESG? È attivamente impegnato nella sua implementazione con le società in portafoglio ai fondi gestiti? In caso di risposta affermativa fornire esempi di azioni intraprese al di fuori dell'interazione nei consigli di amministrazione;*
3. *descrivere il processo interno che permette l'escalation al senior management;*

¹⁴⁵ Aquaro G., Bartolini M., Bergonzini P., Cangialosi C., Cavalli I., Del Giudice R., Pinaffo G., Ranghino F., Rinaldi F., Testa G., Viviani E., Zunino R.; *Quaderno sull'Investimento nel Capitale di Rischio 44/2019: Private capital e sostenibilità*; A.I.F.I..

4. *descrivere ogni iniziativa significativa che è stata intrapresa nell'ultimo anno per migliorare gli standard ESG a livello dell'asset manager e delle società in portafoglio ai fondi gestiti;*
5. *l'asset manager fornisce una reportistica ESG agli investitori? In caso di risposta affermativa specificare con quale scadenza;*
6. *all'interno dell'organizzazione dell'asset manager esistono risorse dedicate all'implementazione della policy ESG e interazione su queste tematiche con le società in portafoglio?;*
7. *viene fatta formazione sulle tematiche ESG allo Staff? Con quale frequenza? Fornire la % dello staff che è stato formato nell'ultimo anno;*
8. *il processo di investimento dell'asset manager include valutazioni in merito ai rischi e opportunità su tematiche ESG? In caso di risposta affermativa descrivere come tali considerazioni sono incorporate nel processo alternativamente fornire degli esempi di opportunità declinate a causa di rischi ESG;*
9. *quante delle società in portafoglio ai fondi gestiti hanno introdotto delle policy ESG?"¹⁴⁶.*

Le domande presenti in questa sezione sono orientate a evidenziare quanto l'asset manager del fondo sia informato sugli obiettivi ESG. Per fornire molte delle informazioni richieste quest'ultimo deve essere in stretto contatto con le aziende, a titolo esemplificativo si pensi al report sull'andamento dei progetti ESG e sulla policy ESG delle diverse aziende, entrambe queste informazioni per essere fornite all'investitore dall'asset manager devono prima essere recuperate dall'azienda. La possibilità per l'imprenditore di sapere in anticipo la mole di informazioni richieste dall'asset manager può permettere una migliore pianificazione e una migliore stesura dei report di analisi della propria azienda, utili a evidenziare l'andamento in relazione alle tematiche ESG.

Nel dettaglio per quanto concerne le domande proposte per il primo tema ESG, ovvero quello legato all'Ambiente, si sottolineano le seguenti domande:

¹⁴⁶ Aquaro G., Bartolini M., Bergonzini P., Cangialosi C., Cavalli I., Del Giudice R., Pinaffo G., Ranghino F., Rinaldi F., Testa G., Viviani E., Zunino R.; *Quaderno sull'Investimento nel Capitale di Rischio 44/2019: Private capital e sostenibilità*; A.I.F.I..

1. *“come l’asset manager misura, controlla e rendiconta gli investitori sui KPI¹⁴⁷ ambientali principali (ad esempio, emissioni di carbonio, consumo d’acqua, consumo di energia) nelle società in portafoglio?”¹⁴⁸*

Per quanto concerne il tema Social si riportano le seguenti domande:

1. *“quante società in portafoglio dei fondi gestiti hanno una policy che supporta il valore della diversity e le pari opportunità? Fornire esempi dei principali KPI inclusi e misure di controllo.*
2. *misurate il livello di soddisfazione dei dipendenti delle società in portafoglio? In quale modo (ad esempio, sondaggi, giorni di malattia, turnover)? Fornire esempi”¹⁴⁹.*

Infine, per quanto riguarda l’area legata alla Good Governance si sottolineano le seguenti richieste:

1. *“descrivere i principi con i quali viene determinata la composizione dei consigli di amministrazione delle società in portafoglio dei fondi gestiti. Fornire esempi.*
2. *con che frequenza le tematiche ESG sono discusse nei consigli di Amministrazione delle società in portafoglio?”¹⁵⁰.*

Anche per soddisfare le risposte di queste tre aree specifiche, l’asset manager necessiterà di una costante collaborazione con l’azienda per ottenere tutte le informazioni utili per la sua rendicontazione dei risultati.

L’importanza di conoscere le richieste degli investitori dei diversi fondi di private equity sostenibile è pertanto assai rilevante qualora l’imprenditore decidesse di raccogliere capitale tramite essi. Come evidenziato nel paragrafo precedente il maggior valore generato dagli investimenti nei programmi ESG si riscontra qualora tutti i portatori di interessi coinvolti con l’impresa siano allineati al medesimo obiettivo, pertanto, sapere a priori come gli investitori valutino un fondo di investimento sostenibile in relazione alla sua presenza e alla sua attitudine verso i programmi ESG, potrebbe permettere all’imprenditore di allineare la sua pianificazione a eventuali richieste degli investitori sottostanti i fondi di private equity, così facendo otterrebbe sicuramente una posizione preferenziale qualora il fondo iniziasse lo studio delle aziende su cui investire.

¹⁴⁷ KPI: Indicatore chiave di prestazione.

¹⁴⁸ Aquaro G., Bartolini M., Bergonzini P., Cangialosi C., Cavalli I., Del Giudice R., Pinaffo G., Ranghino F., Rinaldi F., Testa G., Viviani E., Zunino R.; *Quaderno sull’Investimento nel Capitale di Rischio 44/2019: Private capital e sostenibilità*; A.I.F.I..

¹⁴⁹ Ibidem.

¹⁵⁰ Ibidem.

4.521 Invest Spa

Terminata la disamina degli impatti dei programmi ESG sulla valutazione dell'azienda e analizzate le prospettive degli imprenditori in relazione al maggior valore generato da detti investimenti, il presente paragrafo vuole presentare i risultati di 21 Invest Spa ovvero un operato italiano di private equity da anni impegnati nel campo degli investimenti sostenibili.

21 Invest Spa è un gruppo europeo che investe in società di medie dimensioni con sede in Italia, Francia e Polonia, attraverso fondi locali. Il gruppo è stato fondato in Italia nel 1992 da Alessandro Benetton per investire in aziende di dimensioni medie e farle crescere. Nel 1998, 21 Invest Spa ha intrapreso una collaborazione con un team localizzato in Francia per creare un gruppo competitivo a livello europeo. Lo sviluppo è poi continuato nel 2013 attraverso la creazione di un nuovo team localizzato in Polonia.

In questi anni di attività, 21 Invest Spa ha supportato decine di aziende permettendo loro di prosperare in modo sostenibile e persistente. Il gruppo ha intrapreso questo percorso volto a una maggiore sostenibilità in quanto sosteneva che tali azioni avrebbero potuto contribuire positivamente sia sul futuro delle comunità locali sia sulle aziende del loro portafoglio andando a migliorare la condizione lavorativa dei loro dipendenti e la relazione con i fornitori e i clienti.

Questa lunga esperienza permette a 21 Invest Spa di essere un rinomato attore europeo di medie dimensioni, il quale attraverso le sue competenze può creare un plafond di opportunità di investimento di qualità e può inserirsi nell'evolversi del contesto macroeconomico con spirito proattivo.

L'obiettivo del gruppo consta nel proporre alle diverse società presenti nel loro portafoglio un progressivo aumento della loro competitività e soprattutto un miglioramento delle condizioni economiche e sociali, sia nell'azienda stessa sia nelle comunità in cui operano. L'obiettivo del gruppo è quello di implementare un sistema che favorisca l'innovazione e la crescita del portafoglio aziende, mantenendo una spiccata attenzione alla sostenibilità. Negli ultimi anni il gruppo si è distinto per rafforzare la coscienza sociale nelle società presenti nel proprio portafoglio e per incrementare la consapevolezza dei temi ESG come strumenti di cui le aziende hanno bisogno per migliorarsi. Nel dettaglio si sono impegnati per aiutare le aziende a considerare i temi ESG nella loro strategia; a titolo esemplificativo si pensi al tema del cambiamento climatico.

Tale attenzione alla responsabilità sociale ha permesso al gruppo di delineare un portafoglio di aziende considerate “good company” ovvero aziende che si distinguono per:

- compiere operazioni con industrie etiche e sostenibili;
- generare profitto e valore per gli azionisti senza danneggiare la società e l’ambiente circostante;
- creare nuovi posti di lavoro;
- sviluppare con i fornitori e i clienti un ecosistema fertile;
- creare vantaggi per la comunità locale attraverso iniziative aziendali.

La consapevolezza del gruppo nella creazione di valore a lungo termine, qualora siano presenti dette caratteristiche, ha permesso al gruppo di sviluppare un portafoglio cliente, oltre che sostenibile, anche promettente a livello finanziario.

Per quanto concerne la natura sostenibile di 21 Invest Spa, si sottolinea che nel 2009 il gruppo ha sottoscritto i PRI e nel 2017 è stata premiata come il Best Practice ESG da SWEN Capital Partners¹⁵¹. Con la sottoscrizione dei PRI il gruppo si è impegnato a fornire rapporti annuali di valutazione sull’andamento sostenibile delle società presenti nel proprio portafoglio e ad adottare un regime di trasparenza per quanto concerne i dati legati agli investimenti sostenibili.

21 Invest Spa sfrutta al massimo i vantaggi degli strumenti, delle piattaforme e delle reti per la sostenibilità rese disponibili grazie alla connessione al mondo dei PRI e ai suoi firmatari. A titolo esemplificativo, tali connessioni permettono di presenziare a diversi webinar e progetti interattivi per prendere ispirazione ed eventualmente condividere, con gli organizzatori e con gli altri membri firmatari dei principi, gli obiettivi di rendicontazione responsabile degli investimenti.

Da quando è stata fondata, il gruppo 21 Invest Spa ha sostenuto oltre 100 investimenti raccogliendo capitale per circa 2 miliardi di euro da investitori istituzionali provenienti da tutto il mondo.

Per quanto concerne l’analisi del fondo, si sottolinea che anche l’esercizio 2019 è stato chiuso con utile di esercizio mantenendo il trend positivo che si registra dal 2016. Nel 2018, grazie a dei proventi da fondi di investimento e dividendi da altre partecipazioni, il fondo ha registrato il maggior utile del quinquennio pari a 4.101.086 euro¹⁵². Tale utile è

¹⁵¹ SWEN Capital Partners è un benchmark nel campo degli investimenti responsabili di private equity in Europa;

¹⁵² A.I.D.A.; *21 Invest Spa S.P.A. Conto Economico riclassificato al valore aggiunto*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>.

stato completamente portato a riserva di “utile portato a nuovo” garantendo al fondo una maggiore stabilità per eventuali esercizi futuri negativi. Non avendo ad oggi i dati del bilancio d’esercizio 2020, il quale sicuramente è stato influenzato dall’epidemia globale di Covid-19, non si può trarre una conclusione per l’esercizio appena concluso, ma il suo capitale sociale e pertanto anche la sua esposizione finanziaria dovrebbero essere garantiti dall’enorme mole di riserve che compongono il Patrimonio Netto del fondo, pari a più del 50% di esso¹⁵³.

Per concludere l’analisi del gruppo, viene di seguito fornita una tabella nella quale sono evidenziati due dati significativi per quanto concerne l’esercizio 2018 e l’esercizio 2019.

Dati significativi		
	2019	2018
Margine di Struttura	4.865.614,00	3.455.173,00
Flusso di cassa di gestione	1.502.030,00	4.149.524,00

Il Margine di Struttura viene utilizzato per mostrare la solidità patrimoniale di un’impresa ovvero la sua capacità di finanziarsi attraverso le risorse del proprio Patrimonio Netto senza quindi dover accedere a finanziamenti di terzi. Come si evince dalla tabella, detto margine è ampiamente positivo per entrambi gli anni, pertanto, in aggiunta a quanto sopra riportato si può affermare che il fondo di private equity dovrebbe riuscire ad “attutire” gli impatti della crisi scoppiata a causa del Covid-19 e addirittura potrebbe supportare le aziende presenti nel suo portafoglio. Questa osservazione è inoltre in linea con quanto riportato nel report di sostenibilità reso disponibile dallo stesso gruppo per l’anno 2020.¹⁵⁴

Il flusso di cassa della gestione del 2019 risulta diminuito rispetto a quanto ottenuto nel 2018, tale risultato è dovuto alla ricezione di dividendi programmata per l’anno 2018. Nonostante questa inversione, escludendo l’annualità 2018, il trend dei flussi di cassa di gestione risulta essere sempre crescente dal 2016¹⁵⁵.

Nei successivi paragrafi saranno descritti due progetti di private equity sostenibile intrapresi da 21 Invest Spa ove saranno evidenziati i risultati ottenuti.

¹⁵³ A.I.D.A.; *21 Invest Spa S.P.A. Stato Patrimoniale*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;

¹⁵⁴ Creating Shared Value Annual Sustainability Report 2020; 21 Invest Spa.

¹⁵⁵ A.I.D.A.; *21 Invest Spa S.P.A. Indici di Analisi*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>.

4.5.1 Case study: Farnese Vini Srl¹⁵⁶

Il primo progetto trattato riguarda un'azienda vinicola di Ortona, la Farnese Vini Srl, il quale ha creato valore sia per gli investitori sia per la rete di fornitori di uva locale.

Prima di descrivere l'impatto dell'investimento sia per quanto concerne gli investitori sia per quanto riguarda la comunità locale di fornitori d'uva, si vuole descrivere la realtà oggetto di analisi e la strategia perseguita da 21 Invest Spa per completare il suo progetto di private equity.

In primis si sottolinea che il vino italiano gode di un'importante fama all'estero sia per la qualità del prodotto sia per le antiche tradizioni di produzione che ne migliorano la qualità. A queste caratteristiche si aggiunge poi il fattore del luogo specifico di produzione ovvero il Sud Italia. La posizione di quei vigneti presenta la perfetta combinazione di suolo, clima, luce solare, topografia e acqua.

Nonostante queste caratteristiche il vino del Sud Italia rappresentava una minima porzione del paniere di beni dedicati all'export. Era pertanto ancora disponibile una quota di mercato che la Farnese Vini Srl poteva acquisire.

21 Invest Spa ha deciso di cogliere questa opportunità vedendo in detta azienda un enorme potenziale di crescita. Il gruppo, nel 2013, ha acquisito le quote di maggioranza dell'azienda al fine di poter assicurarsi una solida struttura per la pianificazione della migliore strategia di crescita.

Il progetto sviluppato dal gruppo si è appoggiato sugli asset già presenti nell'azienda, ma ha adottato un approccio del valore condiviso rispetto a quello già praticato dall'azienda finalizzato unicamente all'incremento del valore interno. Gli asset principali disponibili erano i seguenti:

1. una buona conoscenza degli agricoltori presenti nel territorio e dell'insieme dei fattori ambientali che caratterizzano la qualità e l'essenza dell'uva;
2. un gruppo di agronomi ed enologi esperti in grado di istruire gli agricoltori locali a produrre uva di alta qualità e di supervisionare attentamente le diverse fasi del processo produttivo.

In estrema sintesi, per espandere le opportunità di crescita e per soddisfare il bisogno sociale, il gruppo ha deciso di offrire ai piccoli agricoltori locali il supporto e il know-how

¹⁵⁶ Dal 01.01.2021 la denominazione sociale risulta essere Fantini Group Srl in luogo di Farnese Vini Srl.

del gruppo al fine di migliorare il loro modello di business rendendolo più redditizio e sostenibile nel lungo termine.

Per quanto concerne la strategia adottata da 21 Invest Spa, si sottolineano i seguenti passaggi chiave:

- sono stati riconosciuti i prodotti chiave e i mercati potenziali in grado di pianificare un progetto di vendite e marketing efficace;
- è stato definito un programma di acquisto di uva a favore dei produttori locali consentendo loro di sviluppare il loro mercato;
- è stato implementato il programma di tracciabilità per etichettare tutti i fornitori dell'uva nella loro catena produttiva, questo ha permesso sia una maggiore trasparenza dell'uva utilizzata a favore del cliente sia la creazione di un rapporto efficace coi propri fornitori in quanto Farnese Vini Srl era in grado di rispondere alle specifiche esigenze dei diversi fornitori;
- è stato innovato il processo produttivo e investito in strutture più moderne con impianti più efficienti;
- è stato ampliato il team di gestione definendo i ruoli e le responsabilità chiave per condurre la crescita dell'azienda.

A settembre 2016, 21 Invest Spa ha ceduto le quote di Farnese Vini Srl producendo per i suoi investitori un tasso di rendimento interno annuo di oltre il 20%. Tale rendimento è stato ottenuto grazie al passaggio da una realtà gestita da i due imprenditori fondatori a una struttura aziendale organizzata attraverso un solido team di gestione. Tale evoluzione nella gestione aziendale ha permesso infatti di esternalizzare tutto il potenziale dell'azienda e tramutarlo in maggiori ricavi.

Nel dettaglio, durante il periodo di controllo da parte di 21 Invest Spa, Farnese Vini Srl ha migliorato la catena di produzione sia creando con i suoi fornitori un vero e proprio rapporto di partnership sia investendo oltre 10 milioni di euro per migliorare il processo di imbottigliamento. Il suo CAGR¹⁵⁷ nel 2015 era quattro volte più alto rispetto a quello del settore vinicolo in Italia ovvero ha raggiunto una crescita del 16%. Il suo EBIDTA è cresciuto del 15% arrivando nel 2015 a 9,4 milioni di euro. Il margine sulle vendite ha raggiunto il 19% ovvero una percentuale quasi 4 volte più alta rispetto a quella del settore.

¹⁵⁷ CAGR: Tasso composto di crescita annuale

Farnese Vini Srl ad oggi rappresenta un'importante azienda vinicola che esporta in più di 80 Paesi, nel 2015 il 96% dei ricavi prodotti dalle vendite di vino sono stati generati verso l'estero. Oltre ad aver raggiunto un'importante posizione verso l'estero è diventata il leader del Sud Italia per qualità del prodotto, raggiungendo infatti una qualità e una consistenza pari agli altri vini del Nord Italia e della Francia.

Come anticipato, oltre ai vantaggi generati agli investitori del fondo, 21 Invest Spa attraverso la sua gestione ha migliorato a livello locale l'intero ecosistema aziendale. Per arrivare ai risultati sopra descritti il gruppo ha dovuto creare un gruppo di fornitori di qualità pronti ad assimilare un cambiamento nel loro metodo di produzione tradizionale. Il processo che ha portato a detto risultato è frutto della visione sostenibile e innovativa di 21 Invest Spa il quale, per mezzo di Farnese Vini Srl, ha fornito ai piccoli agricoltori locali il proprio know-how in relazione alle pratiche agricole al fine di renderle maggiormente redditizie e sostenibili nel lungo termine.

Nel dettaglio i fornitori di uva che hanno lavorato per Farnese Vini Srl hanno realizzato i seguenti progressi:

- ampliato gli ettari gestiti da 1,8 a 2,9 ettari;
- aumentato la loro produzione per ettaro da 5.000 a circa 7.000 chilogrammi;
- raggiunto un elevato controllo sulla qualità della loro produzione di uva;
- raddoppiato le entrate per chilogrammo venduto.

Tale risultato è stato possibile in quanto Farnese Vini Srl si è impegnata, con un progetto a lungo termine, ad acquistare l'uva a un prezzo superiore a quello presente nel mercato garantendo pertanto una sostenibilità nel lungo termine alle aziende presenti nel suo ecosistema.

Nel 2015, l'insieme di questi fattori ha generato per il gruppo di fornitori un maggiore valore pari a 2 milioni di euro. Detto incremento si tramuterà in maggiori profitti annuali per questi fornitori, i quali potranno decidere di reinvestire queste somme per incrementare la loro efficienza operativa o per espandere ulteriormente i loro terreni di produzione.

In conclusione, si evince che detto progetto di private equity sostenibile ha mantenuto le sue caratteristiche primarie ovvero quelle di generare un ritorno economico per gli investitori sottostanti il fondo di investimento, ma al contempo ha generato un impatto positivo sulla comunità locale. Il maggiore valore sopra descritto si tradurrà infatti in una

maggior ricchezza per le persone che lavorano nel gruppo di fornitori locali o in società collegate a essi.

4.5.2 Case study: Forno d'Asolo

Il secondo progetto riportato analizza uno degli ultimi investimenti di 21 Invest Spa ovvero l'acquisizione di Forno d'Asolo Spa. La ratio sottostante questo progetto, come per quello sopradescritto, vuole essere sia quella di ottenere una remunerazione sulla futura cessione delle quote della società sia quella di contribuire a livello sociale migliorando la formazione di una categoria di imprenditori, ovvero quella dei baristi.

Anche per questo progetto si vuole in primis descrivere la realtà oggetto di investimento per poter comprendere al meglio le successive strategie aziendali promosse dal gruppo di investimento.

La società è stata fondata nel 1985, quando i fratelli Gallina decisero di intraprendere un nuovo percorso nel settore della ristorazione. La loro idea innovativa consisteva nel distribuire cornetti surgelati da loro prodotti in tutta Italia. Considerando i dati forniti dalla Federazione Italiana Pubblici Esercizi (FIPE), i bar rappresentano un luogo di ritrovo insito nella quotidianità degli italiani e in detto mercato viene generato un fatturato di oltre 18 miliardi di euro l'anno. Sempre analizzando i medesimi dati, si riscontra che tra i prodotti più consumati vi sono i cornetti, i quali rappresentano il 12,6% dell'intero paniere di beni consumati. Analizzando quest'ultimo dato si evince l'enorme potenziale di crescita dell'azienda.

Il gruppo, conscio delle forti potenzialità, ha acquistato l'azienda nel 2014 intraprendendo un percorso di ottimizzazione del processo produttivo ovvero ha esteso il paniere di beni offerti e ha ampliato la rete di distribuzione.

Nel dettaglio, 21 Invest Spa ha proceduto con la sostituzione della compagine amministrativa attraverso l'inserimento di un nuovo Amministratore Delegato per condurre l'azienda verso un percorso di crescita di lungo periodo. La prima iniziativa della nuova gestione fu quella di implementare l'area commerciale per coprire al meglio l'intera zona di mercato dell'azienda. Per completare questa operazione furono create nuove posizioni lavorative ovvero furono nominati diversi responsabili di aree produttive che permisero di articolare la responsabilità nelle diverse zone di competenza. Fu ampliato anche tutto l'organico impiegato nella distribuzione e fu modificato il ruolo dell'agente di

commercio che divenne un vero e proprio consulente. Furono ampliate le filiali dell'azienda andando a investire anche in Paesi esteri e fu ottimizzata la logistica dei prodotti utilizzando delle piattaforme distributive localizzate in modo strategico in relazione alla movimentazione dei prodotti. Infine, furono equipaggiati i diversi bar affiliati con le attrezzature idonee a conservare i prodotti.

Nello sviluppo del progetto il gruppo ha evidenziato una criticità legata al mondo imprenditoriale dei baristi: al termine dell'esercizio 2017 tra attività cessate e imprese neocostituite vi è stata una differenza negativa, nel dettaglio a fronte delle 11.979 cessazioni vi sono solamente 6.335 nuove aperture. Due motivazioni sottostanti questo problema sono state la scarsa conoscenza imprenditoriale di molte persone che decidono di aprire un'attività in questo campo e il numero esiguo di studenti diplomati agli istituti alberghieri che avviano o lavorano in una attività in linea al loro curriculum studiorum. L'85% dei diplomati in detti istituti, infatti, non intraprendono un percorso lavorativo nel settore studiato, ma intraprendono un lavoro in un settore differente.

L'analisi condotta da 21 Invest Spa ha mostrato che qualora il settore della ristorazione, nello specifico l'attività dei bar, fosse crollato a causa del deficit di personale sopra evidenziato, anche l'attività del Forno d'Asolo Spa ne avrebbe risentito. Per arginare detta problematica il gruppo ha capito che avrebbe dovuto lui stesso, per il tramite dell'azienda, fornire tutte le competenze di gestione a tutta la filiera interessata.

L'espansione dell'azienda è stata influenzata dalla necessità di rispondere al bisogno di una nuova categoria di imprenditori, i quali fossero in grado di rispondere a tutte le attività connesse alla gestione dei bar.

Con il passare degli anni, Forno d'Asolo Spa ha incrementato la sua iniziativa di formazione andando a inglobare oltre alla formazione offerta ai bar, una formazione rivolta alle diverse scuole alberghiere presenti nel territorio.

Nel corso dell'esercizio 2017, l'azienda ha stipulato una convenzione con 20 istituti alberghieri del Veneto per presentare "Professione Barista", un master all'interno di FdA ovvero l'academy del Forno d'Asolo Spa. Tale percorso di studio è offerto a tutti i giovani diplomati con età compresa tra i 18 e i 25 anni che vogliono acquisire nuove competenze professionali. Il Master si sviluppa nell'arco di una settimana ove viene offerta una formazione intensiva per apprendere le skills del mestiere che si andrà a intraprendere al termine di esso. Il corso di formazione è interamente offerto da Forno d'Asolo Spa.

Tale percorso di studio vuole essere un'opportunità di crescita per la comunità locale in quanto permette di insegnare gratuitamente a più di 100 giovani le competenze trasversali di un mestiere in continua evoluzione e di offrire a 10 di essi la possibilità di svolgere un percorso di stage. Tale operazione offerta da 21 Invest Spa mostra la volontà del fondo a investire nelle nuove generazioni locali per permettere loro di emergere nella loro futura professione.

Ad oggi l'azienda ricopre una posizione leader nel mercato della ristorazione e presenta un piano di sviluppo dell'impresa per il medio periodo. In estrema sintesi, la nuova gestione più efficiente del personale, l'identificazione di obiettivi più intuitivi, la predisposizione di un'offerta formativa personalizzabile dal punto di vista professionale, hanno reso l'azienda molto più ambita dalle nuove generazioni lavorative.

I risultati di questo piano strategico evidenziano un progressivo miglioramento di tutti i KPI del Forno d'Asolo, nel dettaglio:

- dal 2014 al 2017, il fatturato prodotto dalle diverse imprese presenti nell'ecosistema dell'azienda ha osservato un incremento del 6% annuo, e questo dimostra una migliore gestione del punto di vista commerciale;
- i ricavi conseguiti dalle consegne quotidianamente effettuate sono incrementati da 229.000 euro a 367.000 euro;
- gli agenti hanno incrementato costantemente i ricavi prodotti dalle loro vendite e come naturale conseguenza di ciò è aumentato anche il loro reddito personale;
- il numero di candidature presentate per lavorare in Forno d'Asolo Spa è aumentato costantemente.

Ad oggi, l'azienda presenta oltre 36.000 clienti e un aumento del fatturato in percentuale annua dal 2014 al 2018 pari ad un CAGR del 15%.

Come evidenziato nei paragrafi precedenti il maggior valore generato dagli obiettivi ESG deve essere percepito da tutti gli stakeholder dell'azienda, l'esempio sopra riportato è un chiaro esempio in cui il maggior valore è stato percepito da tutto l'ecosistema di Forno d'Asolo Spa.

In conclusione, si precisa che oltre al maggior valore generato all'ecosistema di Forno d'Asolo Spa, la vendita delle quote nel 2018 ha prodotto per gli investitori di 21 Invest Spa un tasso composto di crescita annuale pari al 37%. Anche in questo progetto come in quello precedentemente analizzato, l'investimento di private equity sostenibile ha

generato il doppio beneficio descritto nei capitoli precedenti ovvero un beneficio primario per gli investitori del fondo e un beneficio collettivo per la comunità locale.

4.6 Valutazione impatto private equity – Farnese Vini Srl

Terminata una prima disanima generale degli impatti che il fondo di private equity ha generato sulle aziende in oggetto di analisi e su come l'intervento abbia prodotto un beneficio per la collettività locale, il presente paragrafo vuole evidenziare nel dettaglio come 21 Invest abbia incrementato il valore di Farnese Vini Srl.

L'analisi mostrerà come le strategie adottate abbiano impattato direttamente sulle principali voci di bilancio e su i relativi indici di analisi riportati in "appendice A" del presente studio.

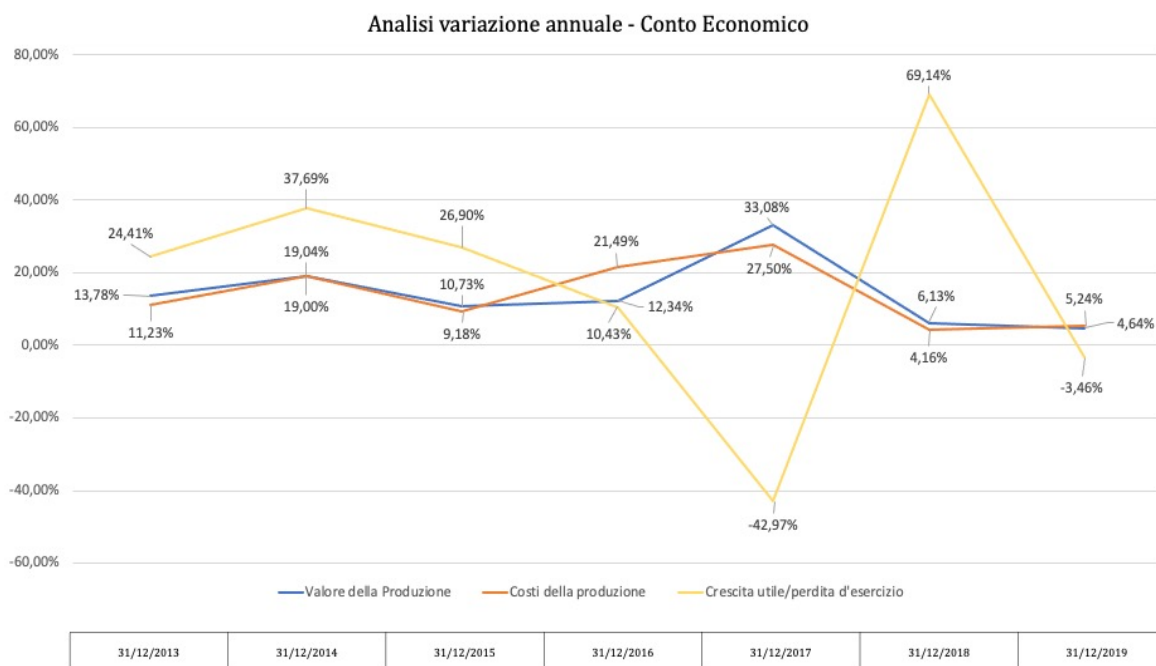
In primis, si evidenzia che la strategia adottata e resa nota dal fondo è stata quella di ricercare una sinergia operativa ovvero l'integrazione nel processo produttivo di fornitori selezionati dall'azienda. L'operazione non si è configurata come una vera e propria fusione all'interno di Farnese Vini Srl delle diverse aziende vinicole, ma precisamente attraverso la stesura di contratti di "esclusiva" che hanno permesso a Farnese Vini Srl di avere una propria rete personale di fornitori. L'esclusività era tutelata da contratti che obbligavano Farnese Vini a corrispondere un premio maggiore per la produzione di uva e per la condivisione del proprio know-how al fine di migliorare la qualità del vino.

Lo studio vuole pertanto mostrare come la strategia adottata dal fondo abbia generato maggiori ricavi, utili a coprire i costi più elevati legati a questa gestione e a generare profitti rilevanti per l'azienda.

In primis, attraverso i dati forniti dalla banca dati AIDA¹⁵⁸ (Analisi Informatizzata Delle Aziende), si vuole evidenziare la variazione delle principali componenti di conto economico (Appendice A) in relazione alla strategia adottata dal fondo.

Si ricorda che 21 Invest Spa ha detenuto le quote del fondo per il triennio 2013-2016, pertanto, l'analisi di seguito fornita evidenzierà come il valore della produzione, i costi della produzione e l'utile d'esercizio siano variati con l'attuazione della strategia sopra descritta in detto periodo.

¹⁵⁸ A.I.D.A.; *Farnese Vini Srl, Conto Economico*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>.

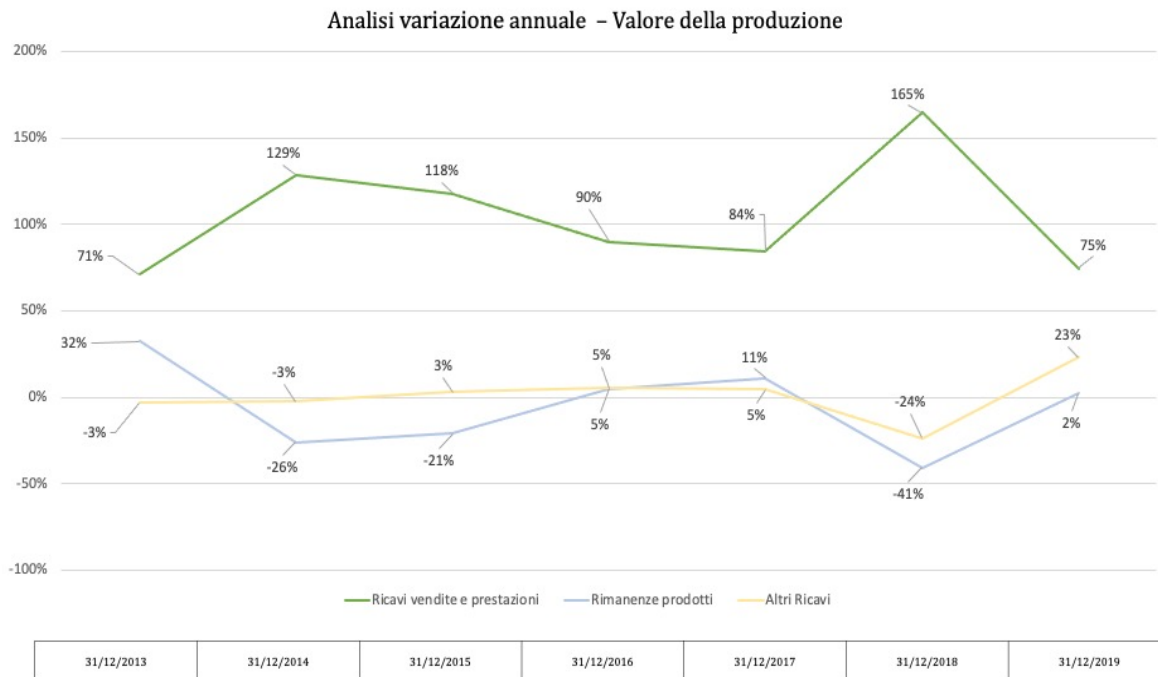


Il grafico sopra riportato, “Analisi variazione annuale – Conto Economico”¹⁵⁹, evidenzia la variazione annuale (anno x rispetto anno x-1) delle tre componenti del conto economico sopra indicate per gli anni intercorsi dal 2013 al 2019.

Dall’analisi del predetto grafico si evince che nell’esercizio antecedente l’entrata del fondo, la società ha registrato sia un aumento della produzione sia un aumento dei costi rispetto l’anno precedente. Con l’ingresso del fondo e l’attuazione della strategia sopra descritta si evince come i costi nel triennio 2013-2016 siano maggiori rispetto a quanto registrato negli anni precedenti, infatti, il grafico delle variazioni annuali registra costanti crescite di detta componente. Nel dettaglio si evince che nel 2014 i costi sono cresciuti del 19% rispetto al 2013; nel 2015 sono cresciuti del 9,18% rispetto al 2014 e nel 2016 sono cresciuti del 21,49% rispetto al 2015. L’aumento di questi costi deve comunque essere letto di concerto con l’aumento progressivo dei ricavi, i quali hanno registrato un costante aumento in tutto il triennio di gestione 21 Invest. Il dato più rilevante che si evince da tale grafico è quello riguardante l’utile d’esercizio della società. Come anticipato nel primo passaggio di questa analisi, qualora l’azienda decida di implementare i costi nella sua azienda, deve essere in grado di assorbirli attraverso i ricavi della propria gestione. L’aumento dei costi registrato nel triennio di gestione del fondo è stato ampiamente

¹⁵⁹ Il grafico mostra la crescita/decrecita percentuale della componente analizzata rispetto all’esercizio precedente; valori riportati in appendice A; analisi conto economico.

coperto dai ricavi prodotti dalla produzione, infatti, come si evince dal grafico, l'utile d'esercizio ha registrato una costante crescita rispetto all'anno precedente. Il grafico riporta anche le annualità successive alla vendita delle quote da parte del fondo per una maggiore completezza espositiva, tuttavia, tali annualità non sono oggetto di analisi in quanto la proprietà della società è mutata e di conseguenza anche le strategie adottate.



Nel dettaglio il grafico sopra riportato, "Analisi variazione annuale - Valore della produzione"¹⁶⁰, vuole mostrare come il maggior valore della produzione sia stato effettivamente generato da un incremento dei ricavi e delle prestazioni. Un'analisi del solo valore complessivo potrebbe essere distorta in quanto il maggior valore complessivo potrebbe derivare da un maggior valore delle rimanenze, le quali anche se incrementano il valore complessivo dei ricavi, non generano maggiori entrate per la società.

¹⁶⁰ Il grafico mostra la crescita/decrecita percentuale della componente analizzata rispetto all'esercizio precedente; valori riportati in appendice A; analisi conto economico.

Analisi variazione annuale – Costo della produzione

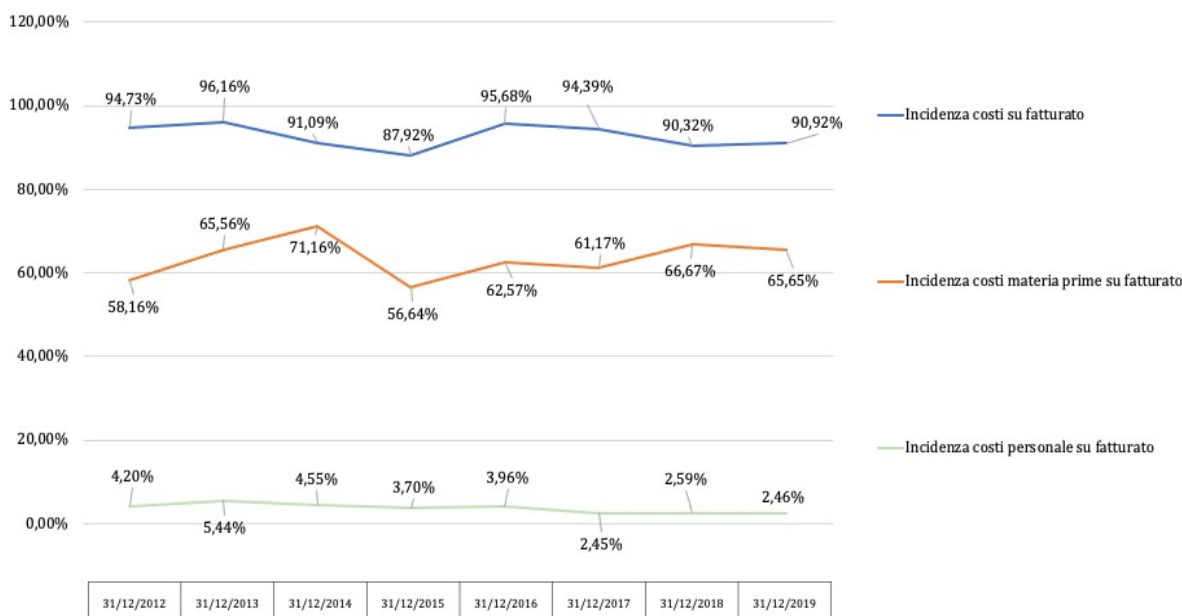
	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Differenziale costi della produzione	4.086.769,00 €	3.112.436,00 €	16.152.264,00 €	10.386.930,00 €	4.062.813,00 €	7.069.309,00 €	3.756.223,00 €	6.745.759,00 €
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Differenza Materie prime e consumo	42%	291%	63%	70%	-85%	130%	129%	46%
Differenza Servizi	32%	-62%	24%	12%	49%	4%	-18%	36%
Differenza Godimento beni di terzi	2%	-1%	0%	0%	1%	1%	1%	0%
Differenza Totale costi del personale	0%	9%	-3%	4%	-4%	1%	17%	1%
Differenza Ammortamenti e svalut.	-2%	-2%	0%	37%	0%	-1%	-19%	10%
Differenza Variazione materie	23%	-131%	16%	-23%	134%	-38%	-9%	6%
Differenza Accantonamenti per rischi	-1%	0%	0%	-2%	4%	2%	1%	0%
Differenza Altri accantonamenti	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Differenza Oneri diversi di gestione	4%	-3%	-1%	2%	2%	0%	-1%	1%

Per completare la disamina delle principali componenti di conto economico la tabella sopra riportata, “Analisi variazione annuale – Incidenza costi sul fatturato”¹⁶¹, evidenzia come le diverse variazioni delle sotto-voci del costo della produzione incidano sulla variazione totale di detta componente. Tale tabella evidenzia nel dettaglio la strategia adottata dal fondo, infatti, nel triennio di gestione di 21 Invest i costi legati alle materie prime aumentano di anno in anno. Si segnala che durante l’esercizio 2015 i costi delle materie prime sono invece diminuiti in forza dell’aumento delle rimanenze, questa situazione potrebbe essere stata causata dall’inizio di una exit strategy da parte del fondo. Un’analisi più dettagliata dell’impatto che l’aumento dei costi ha generato sull’azienda può essere fornita attraverso lo studio dei seguenti indici:

- incidenza costi sul fatturato;
- incidenza costi materie prime sul fatturato;
- incidenza costi del personale sul fatturato.

¹⁶¹ La tabella mostra la crescita/decrecita percentuale della componente analizzata rispetto all’esercizio precedente; valori riportati in appendice A; analisi conto economico.

Analisi annuale - Incidenza costi sul fatturato

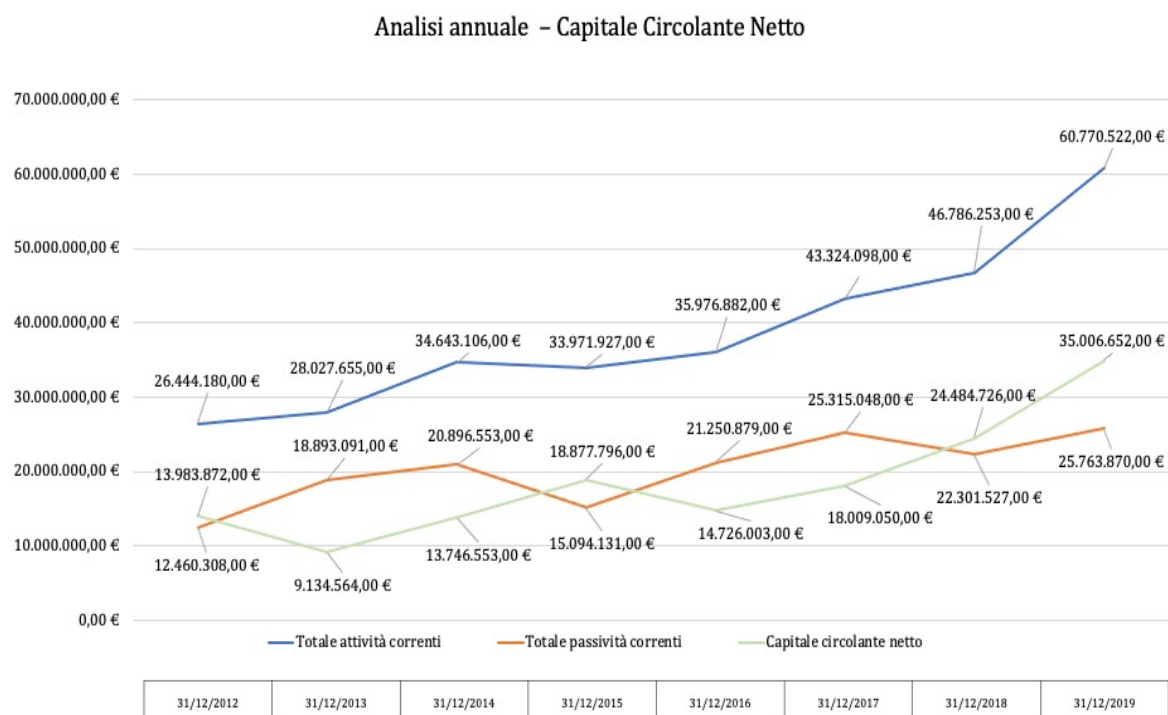


Il grafico sopra riportato, “Analisi annuale – Incidenza costi sul fatturato”¹⁶², mostra nel dettaglio per ciascun esercizio questi tre indicatori. Per ragioni di sostenibilità il valore del primo indice (incidenza costi sul fatturato) deve essere sempre inferiore a 1 in quanto un valore maggiore implicherebbe che i costi di produzione non sono coperti dai ricavi prodotti. Come si evince dal grafico, non vi è nessun problema di sostenibilità dei costi in tutti gli esercizi proposti.

Lo stesso grafico, attraverso il secondo indice (incidenza costi materie prime su fatturato), mostra come la strategia adottata da 21 Invest abbia generato una maggiore incidenza nei primi due esercizi di controllo (nel corso dell’esercizio 2014 si è registrata la maggiore incidenza pari al 71,16%) per poi scendere ai valori pre-investimento. Recepito che nel periodo di gestione del fondo sono incrementati i ricavi dell’azienda, dalle informazioni ottenute dal grafico di cui sopra, si evince che la strategia attuata dal fondo sia stata effettivamente portata a termine e che abbia generato i risultati programmati in quanto i maggiori ricavi generati non sono stati frutto di una contrazione dei costi, ma di un vero e proprio processo strategico di implementazione produttiva. Dal medesimo grafico si evince infine che in tutto il periodo di analisi, l’incidenza del costo del personale sul

¹⁶² Il grafico mostra la percentuale dell’indice per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice A; analisi conto economico.

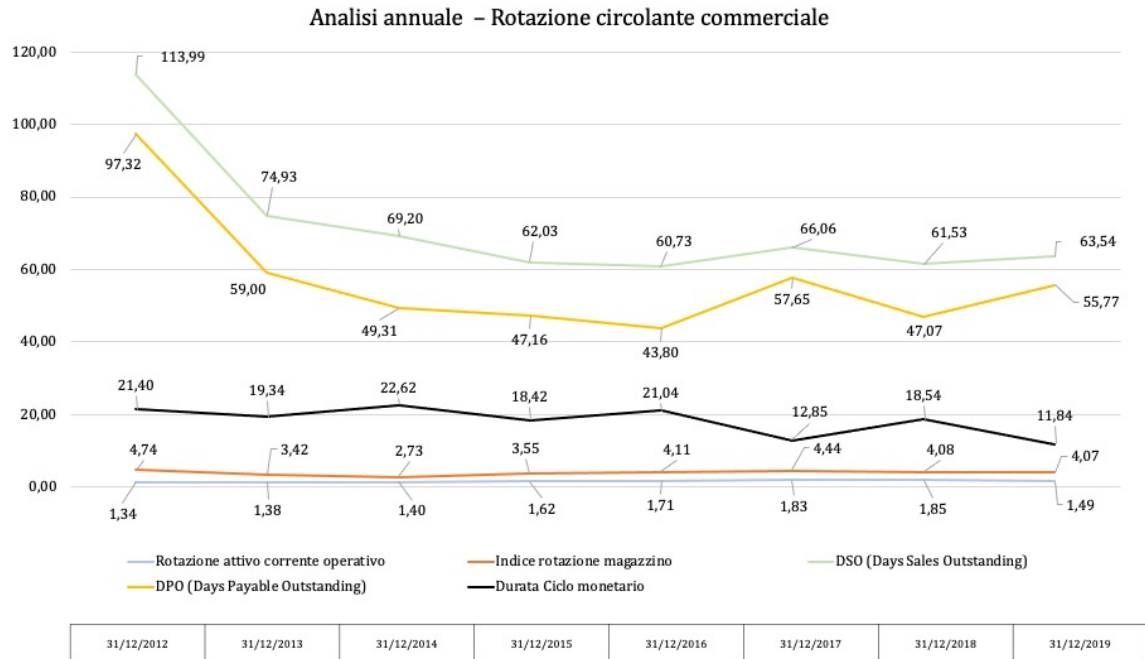
fatturato sia rimasta pressoché invariata, questo dimostra che ad aumenti di fatturato sono conseguiti anche aumenti di corrispettivi concessi al personale dipendente dell'azienda.



Il grafico sopra riportato, “Analisi annuale – Capitale Circolate Netto”¹⁶³, mostra come è variato il capitale circolante netto¹⁶⁴ (CCN) dell'azienda nel periodo di analisi. Un capitale circolante netto positivo mostra come le fonti relative alle attività a breve riescano a coprire il fabbisogno finanziario generato dalle passività a breve. Durante il periodo di analisi si sottolinea un graduale aumento sia delle attività correnti sia delle passività correnti, ma nel complessivo l'aumento di quest'ultime è sempre stato inferiore a quello delle attività. La peculiarità del grafico è quella di mostrare come il fondo, seppur non avendo espressamente dichiarato un efficientamento del CCN tra le strategie descritte nel suo report, abbia effettivamente perseguito anche questo obiettivo.

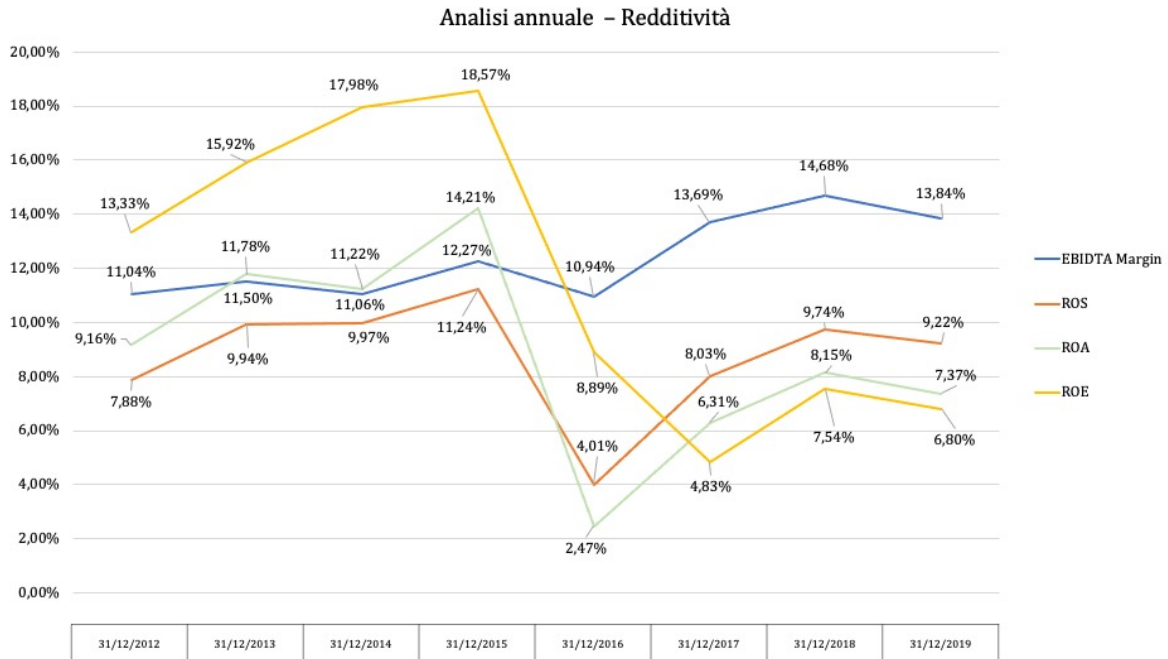
¹⁶³ Il grafico mostra il valore della componente di stato patrimoniale per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice A; analisi capitale circolante netto;

¹⁶⁴ A.I.D.A.; *Farnese Vini Srl, Stato Patrimoniale*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>.



Il grafico sopra riportato, “Analisi annuale – Rotazione circolante commerciale”¹⁶⁵, evidenzia un ulteriore aspetto rilevante qualora si svolga un’analisi sulle performance di un’azienda ovvero la durata del suo ciclo monetario. Quest’ultimo valore rappresenta la forza contrattuale di un’azienda in quanto evidenzia sia la durata media dei pagamenti dei propri fornitori sia la durata media dell’incasso dei propri crediti. Nel caso in analisi è doveroso far presente che sia in virtù della sinergia voluta dal fondo, ovvero l’integrazione di fornitori fidati nella propria catena del valore, sia per le politiche sostenibili ricercate, la bontà di questo indicatore potrebbe essere stata alterata in quanto l’azienda potrebbe aver cercato di anticipare i pagamenti verso i propri fornitori per migliorare sia il loro rapporto sia generare un impatto positivo sulla comunità locale. Tale possibilità è rilevabile anche dal grafico sopra riportato che infatti evidenzia un DSO (numero di giorni medi di dilazione concessi ai propri clienti) maggiore rispetto al DPO (numero di giorni medi di dilazione concessi dai propri fornitori). Questo dato, letto di concerto ai dati evidenziati con il precedente grafico (“Analisi annuale – Capitale Circolate Netto”), non mostra preoccupazioni sulla tenuta finanziaria a breve dell’azienda.

¹⁶⁵ Il grafico mostra la percentuale dell’indice per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice A; analisi capitale circolante netto.



L'ultimo grafico riportato, "Analisi annuale – redditività"¹⁶⁶, mostra come la redditività della società sia variata nel corso del periodo analizzato. In primis, si nota come l'EBITDA Margin abbia mantenuto un costante tasso di crescita. Tale indice è assai rilevante nell'analisi della redditività dell'azienda in quanto permette di ottenere delle informazioni dettagliate sull'andamento del core business aziendale. Nel dettaglio, tale indice permette di evidenziare l'efficienza della struttura operativa dell'impresa e quindi evidenziare eventuali segnali di allerta qualora l'attività caratteristica non sia più in grado di autosostenersi. Constatata che la strategia dichiarata dal fondo verteva su un incremento dei costi, il fatto che questo indice sia rimasto invariato dimostra come i maggiori valori in detta voce di conto economico siano stati completamente assorbiti dal nuovo fatturato generato.

Il secondo indice analizzato (ROS), evidenzia la correlazione tra il risultato operativo ottenuto dall'azienda e il valore totale produzione. Nel dettaglio, tale indice rappresenta la relazione tra ciascun euro generato dalla differenza tra valore della produzione e costi della produzione sul totale complessivo del valore della produzione. Il grafico sopra riportato mostra un graduale aumento di questo indice, salvo una riduzione nel 2016, anno in cui il fondo ha attuato la sua strategia di exit.

¹⁶⁶ Il grafico mostra la percentuale dell'indice per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice A; analisi redditività.

Il terzo indice (ROA), mostra la capacità della società di generare valore tramite i propri asset interni. Dal grafico sopra riportato si evince come la società, mantenendo circa costante il valore del proprio attivo patrimoniale, abbia aumentato invece il proprio risultato operativo, salvo nel corso dell'esercizio 2016 che come anticipato anche per i precedenti indici è stato influenzato dall'exit strategy del fondo.

In conclusione, l'ultimo indice analizzato è il ROE, il quale mostra la redditività del capitale proprio. La progressione del ROE nel triennio preso in analisi evidenzia come l'aumento percentuale dell'utile conseguito in ciascun esercizio sia maggiore rispetto all'aumento percentuale del patrimonio netto della società, il quale cresce grazie alla destinazione dell'utile a incremento della voce di stato patrimoniale "A.VI Altre riserve". L'aumento del patrimonio netto, in virtù di quanto detto, mostra che l'interesse del fondo durante il periodo di investimento non fosse quello di distribuire gli utili prodotti per ottenere una remunerazione immediata, ma mantenerli all'interno dell'azienda destinandoli a riserva per incrementare il valore di essa e perseguire un progetto più a lungo termine.

L'analisi sopra riportata voleva opinare la bontà delle informazioni fornite nel report di 21 Invest e verificare a livello empirico che la strategia dichiarata dal fondo fosse stata realmente perseguita e che quindi i risultati ottenuti fossero una conseguenza di essa. Come si è dimostrato, la sinergia operativa ricercata dal fondo ha effettivamente generato maggiori ricavi per la società ed ha incrementato il suo valore. Quest'ultimo aspetto ha poi permesso al fondo di ottenere un maggior capital gain nel momento del suo disinvestimento.

4.7 Valutazione impatto private equity – Forno d'Asolo Spa

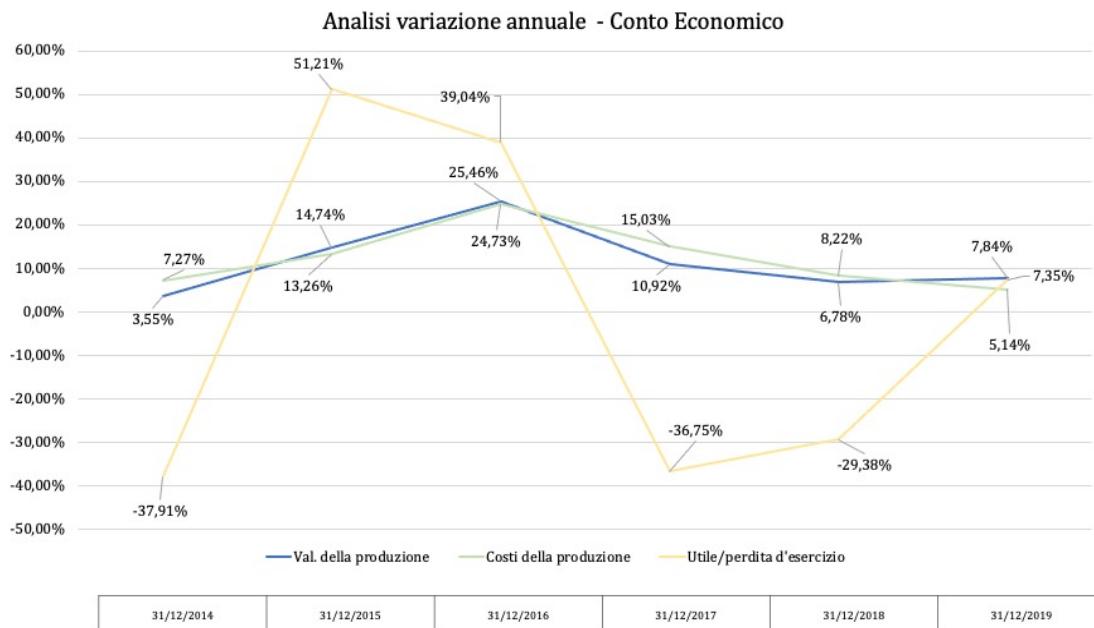
Il presente paragrafo vuole evidenziare come la strategia adottata da 21 Invest per migliorare l'efficienza di Forno d'Asolo Spa, abbia impattato concretamente sulle principali voci di conto economico, stato patrimoniale e su i relativi indici di analisi riportati in "appendice B" del presente studio.

La ratio sottostante il presente paragrafo esula dalla trattazione dei vantaggi sociali generati dal fondo, in quanto detta analisi è stata oggetto di commento nei precedenti paragrafi, diversamente vuole mostrare nel dettaglio come i risultati dichiarati dal fondo nel proprio report siano coerenti con gli effettivi risultati ottenuti.

In primis, si sottolinea che la strategia dichiarata dal fondo voleva essere quella di efficientamento dei costi, nel dettaglio si è cercato di ottimizzare il costo dei propri agenti in rapporto alle vendite effettivamente concluse. Per ottenere questo, è stato messo a disposizione degli agenti un know-how aziendale che permettesse loro di instaurare con i propri clienti un rapporto istruttivo che andasse oltre la mera vendita del prodotto. Nel dettaglio, questi avrebbero dovuto “insegnare” ai propri clienti il corretto utilizzo dei propri prodotti, andando pertanto a creare un rapporto duraturo con essi che si sarebbe dovuto tradurre in costanti vendite per la società. In secondo luogo, si precisa che nel 2016 vi è stata un’acquisizione da parte della società di un’importante pasticceria locale ovvero “La Donatella”.

In primis, attraverso i dati forniti dalla banca dati AIDA¹⁶⁷ (Analisi Informatizzata Delle Aziende), si vuole evidenziare la variazione delle principali componenti di conto economico (Appendice B) in relazione alla strategia adottata dal fondo.

21 Invest Spa ha detenuto le quote del fondo per il quadriennio 2014-2018, pertanto, l’analisi di seguito fornita valuterà come il valore della produzione, i costi della produzione e l’utile d’esercizio siano mutati in seguito all’attuazione della strategia sopra descritta in detto periodo.

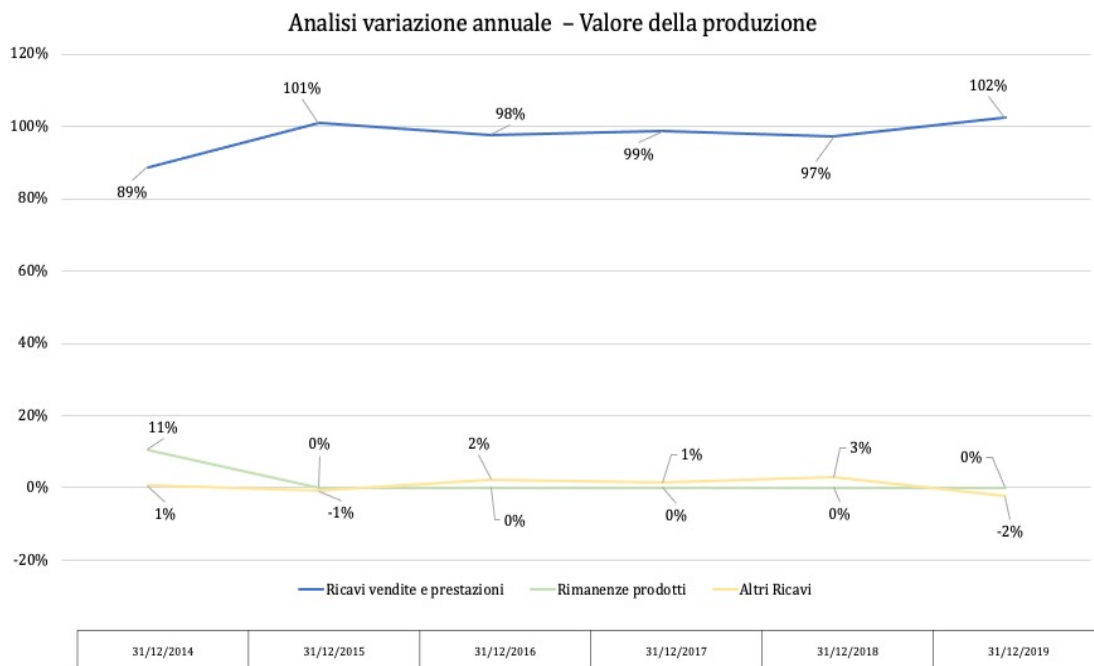


¹⁶⁷ A.I.D.A.; Forno d’Asolo Spa, Conto Economico; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>.

Il grafico sopra riportato, “Analisi variazione annuale – Conto Economico”¹⁶⁸, evidenzia la variazione annuale (anno x rispetto anno x-1) delle tre componenti del conto economico sopra indicate, per gli anni intercorsi dal 2014 al 2019. Detto grafico riporta anche l’annualità successiva alla vendita delle quote da parte del fondo per una maggiore completezza espositiva, tuttavia, tale annualità non è oggetto di analisi in quanto la proprietà della società è mutata e di conseguenza anche le strategie adottate.

Dal grafico sopra riportato si evince come nel periodo di intervento del fondo siano costantemente aumentati sia i ricavi derivanti dalla produzione sia il valore dei costi della produzione legati principalmente ai maggiori compensi devoluti agli agenti per le loro vendite. Si ricorda che la società nel 2016 ha portato a termine un’importante operazione straordinaria, ovvero l’acquisizione della pasticceria “La Donatella”, la quale ha impattato sui bilanci della società cessionaria. Nel dettaglio, i ricavi e i costi sostenuti dalla società cedente non saranno più contabilizzati distintamente dalla data dell’operazione straordinaria, ma saranno rilevati nel medesimo conto economico.

Durante l’esercizio 2017, l’utile di esercizio subisce una drastica riduzione rispetto all’esercizio precedente, ma nel complesso durante l’intero periodo di gestione del fondo la società non ha mai rilevato perdite.



¹⁶⁸ Il grafico mostra la crescita/decrecita percentuale della componente analizzata rispetto all’esercizio precedente; valori riportati in appendice B; analisi conto economico.

Il grafico sopra riportato, “Analisi variazione annuale – Valore della produzione”¹⁶⁹, evidenzia la differenza annuale del peso specifico delle diverse voci che compongono il valore della produzione della società. Da quanto si evince, la differenza sul maggior valore della produzione conseguita annualmente è dovuta quasi esclusivamente a un maggiore valore dei ricavi derivanti dalle vendite e dalle prestazioni annesse.

Analisi variazione annuale – Costo della produzione

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Differenziale costi della produzione	10.237.000,00 €	8.296.000,00 €	12.042.000,00 €	22.377.000,00 €	11.290.000,00 €	2.627.329,00 €
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Differenza Materie prime e consumo	41%	16%	20%	36%	49%	2%
Differenza Servizi	102%	74%	24%	29%	35%	87%
Differenza Godimento beni di terzi	-19%	1%	1%	1%	2%	-2%
Differenza Totale costi del personale	-76%	62%	10%	24%	15%	20%
Differenza Ammortamenti e svalut.	72%	18%	-5%	6%	3%	8%
Differenza Variazione materie	0%	0%	0%	0%	0%	-13%
Differenza Accantonamenti per rischi	-1%	-6%	4%	0%	0%	-19%
Differenza Altri accantonamenti	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Differenza Oneri diversi di gestione	-18%	-64%	47%	3%	-4%	17%

Per terminare la disamina delle principali componenti di conto economico, la tabella sopra riportata, “Analisi variazione annuale – Costo della produzione”¹⁷⁰, mostra come le diverse variazioni delle sotto-voci del costo della produzione incidano sulla variazione totale di detta componente.

Come si evince da detta tabella, le variazioni complessive del costo della produzione sono generalmente suddivise in tre sotto voci:

- materie prime e consumo;
- servizi;
- totale costi del personale.

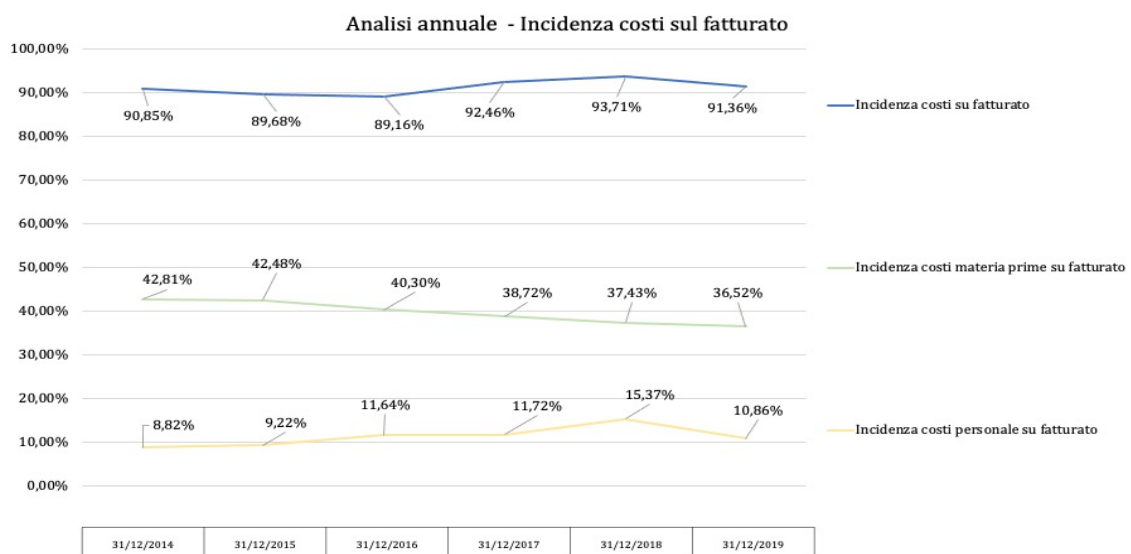
Nel dettaglio si possono trarre le seguenti conclusioni. La prima concerne la strategia di efficientamento dei costi sopra descritta, ovvero sino al momento dell’acquisizione della pasticceria si può notare come ci sia un progressivo aumento del costo del personale che

¹⁶⁹ Il grafico mostra la crescita/decrecita percentuale della componente analizzata rispetto all’esercizio precedente; valori riportati in appendice B; analisi conto economico;

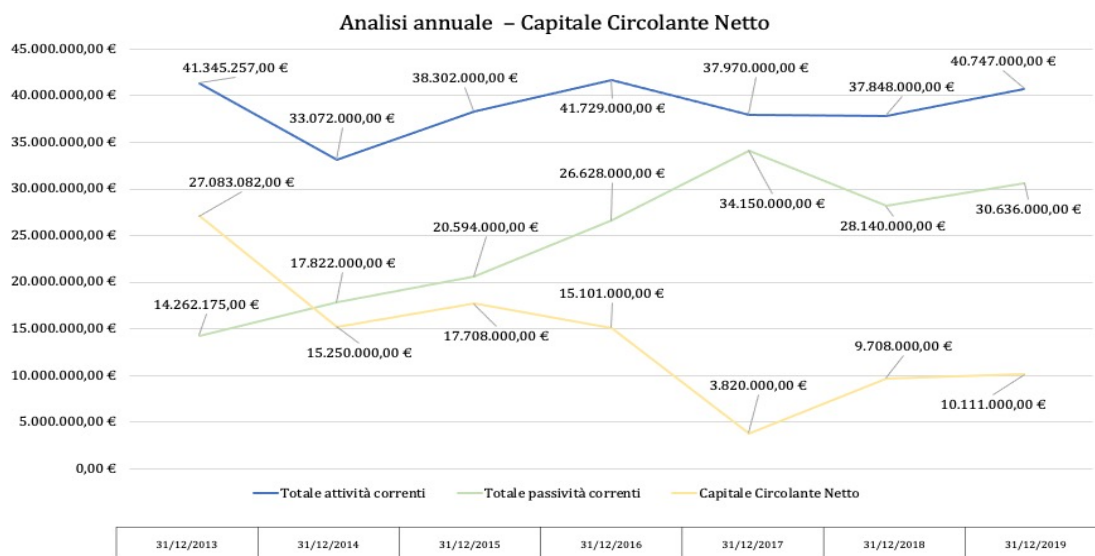
¹⁷⁰ La tabella mostra la crescita/decrecita percentuale della componente analizzata rispetto all’esercizio precedente; valori riportati in appendice B; analisi conto economico.

passa dal 15% al 24% al netto della riduzione del costo delle materie, questo perché viene data moltissima importanza alla remunerazione degli agenti in relazione alle loro vendite e non si vuole aumentare il valore del magazzino con acquisti di materie prime oltre il necessario (dato confermato anche dalla variazione di materie prime). La seconda riguarda l'anno di acquisizione della pasticceria dove il costo del personale subisce una riduzione (influenzato dai minori costi del personale relativi alla pasticceria) al netto di un aumento dei diversi oneri di gestione ovvero tutti i costi diversi dalla gestione caratteristica che sino a quel momento risultavano essere pressoché nulli. La terza riguarda l'esercizio 2018, ovvero quello in cui 21 Invest ha portato a termine la sua exit strategy. Come evidenziato anche per Farnese Vini Srl, durante detto esercizio il fondo ha cercato di ridurre al minimo i costi legati alle materie prime per cercare di massimizzare i profitti. La corretta ottimizzazione dei costi mediante l'acquisto di materie prime ponderate al reale utilizzo della società e attraverso una remunerazione degli agenti legata alle vendite conseguite, evidenzia come la strategia di efficientamento dei costi dichiarata dal fondo sia stata effettivamente compiuta andando realmente a impattare le voci di conto economico della società.

Le sopra riportate considerazioni sono ancor più evidenziate nel grafico sotto riportato che mostra l'incidenza dei costi sul fatturato conseguito. Rilevando il fatturato come parametro di analisi, si vogliono considerare unicamente le vendite conseguite in relazione all'attività prodotta andando a escludere alcune voci ricomprese tra i ricavi che potrebbero ridurre la bontà di tale analisi.



Il grafico sopra riportato, “Analisi annuale – Incidenza costi sul fatturato”¹⁷¹, evidenzia come il costo delle materie prime sia progressivamente diminuito in luogo del progressivo aumento del fatturato. Questo dato evidenzia come la strategia della società fosse quella di ottenere la massima efficienza in relazione ai costi legati all’acquisto di materie prime, andando ad acquistare unicamente il materiale necessario all’attività della società. Per quanto concerne i costi legati al personale si evidenzia una leggera crescita percentuale, tale dato mostra come la remunerazione legata alle vendite degli agenti abbia creato un beneficio effettivo e uno potenziale: il primo legato alla società che ottimizza il costo del suo personale e non subisce sprechi legati a detto costo, il secondo legato alle aspettative del personale che presuppongono maggiori remunerazioni qualora negli esercizi futuri dovessero conseguire maggiori vendite. Ovviamente questo ultimo fattore comporterebbe oltre che ad un beneficio per gli agenti, un diretto beneficio alla società che vedrebbe crescere il suo fatturato ulteriormente.



Il grafico sopra riportato, “Analisi annuale – Capitale Circolante Netto”¹⁷², evidenzia come è variato il capitale circolante netto¹⁷³ (CCN) dell’azienda nel periodo di analisi. Si ricorda

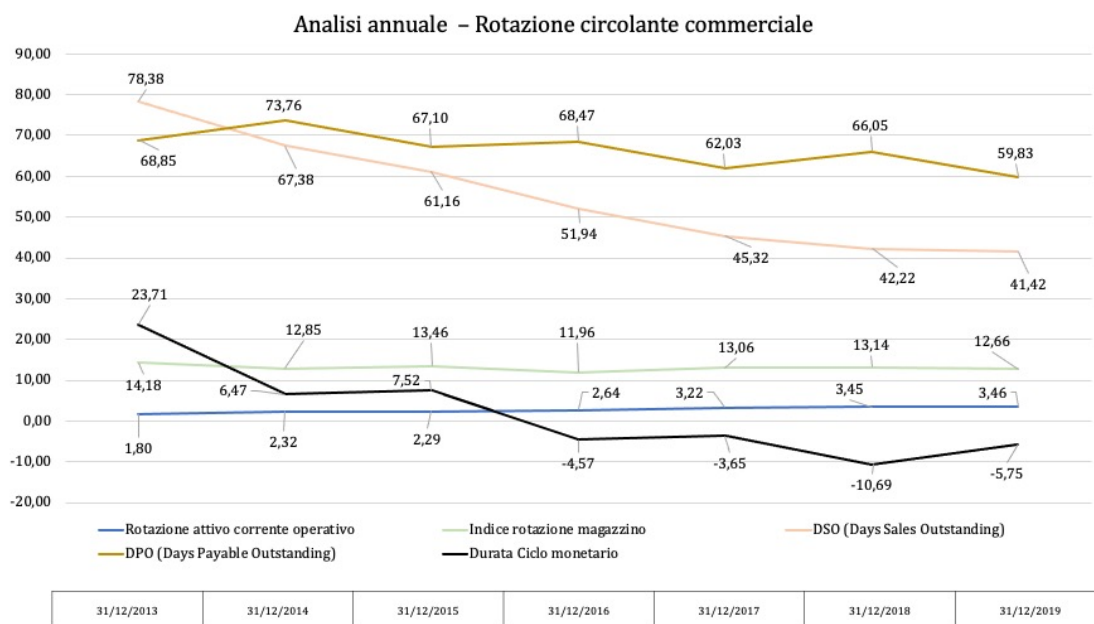
¹⁷¹ Il grafico mostra la percentuale dell’indice per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice B; analisi conto economico;

¹⁷² Il grafico mostra il valore della componente di stato patrimoniale per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice B; analisi capitale circolante netto;

¹⁷³ A.I.D.A.; Forno d’Asolo Spa, Stato Patrimoniale; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>.

che la presenza di un CCN positivo evidenzia come le fonti relative alle attività a breve permettano di far fronte al fabbisogno finanziario generato dalle passività a breve.

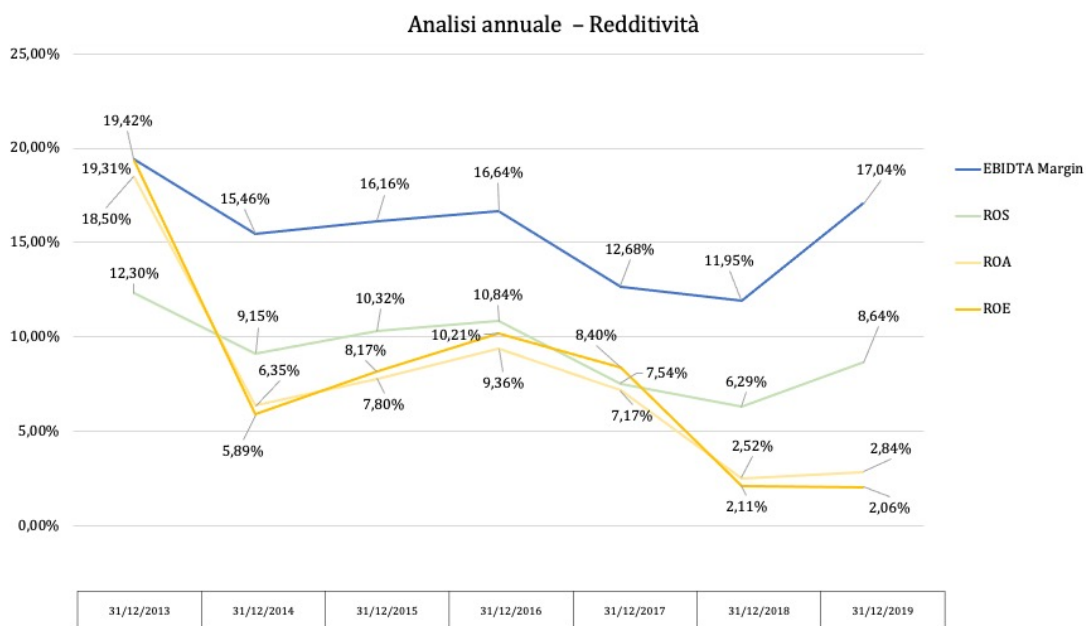
Le informazioni che si possono ottenere dal grafico mostrano che durante la gestione del fondo, il CCN abbia registrato valori inferiori rispetto all'esercizio antecedente l'ingresso di quest'ultimo. Tale fattore è dovuto sia a una graduale riduzione delle attività a breve, ma soprattutto dall'aumento delle passività a breve termine. Nel dettaglio, si osserva infatti come le passività a breve termine siano più che raddoppiate dal 2013 (14.262.175,00€) al 2017 (34.150.000,00€) a causa dell'iscrizione di debiti entro l'esercizio nella voce D14 dello stato patrimoniale "Altri debiti". Nonostante l'aumento di dette passività, l'attivo a breve è sempre stato superiore e ciò ha permesso alla società di registrare CCN positivi per tutto il periodo di analisi.



Dal grafico sopra riportato, "Analisi annuale – Rotazione circolante commerciale"¹⁷⁴, si evince un'importante informazione per quanto concerne le performance finanziarie della società ovvero della sua posizione di forza contrattuale rispetto a fornitori e clienti. Dal primo anno in cui la gestione di 21 Invest è subentrata, si nota un'importante diminuzione del ciclo monetario. Tale dato mette a confronto la durata media di magazzino e incasso

¹⁷⁴ Il grafico mostra il valore della componente di stato patrimoniale per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice B; analisi capitale circolante netto.

dei crediti con quella di pagamento dei propri fornitori. Minore è tale valore maggiore è la forza contrattuale dell'azienda in quanto questa ha la possibilità di pagare i propri fornitori dopo aver incassato quanto dovuto dai propri clienti. Nel dettaglio si nota una costante riduzione del numero di giorni medi di dilazione concessi ai propri clienti (DSO) e una leggera decrescita del numero di giorni medi di dilazione concessi dai propri fornitori (DPO). Come anticipato nei paragrafi precedenti, dal grafico si nota che l'indice di rotazione del magazzino resta costante senza mai raggiungere valori considerevoli. L'insieme di questi due fattori porta nel 2016 a registrare una durata del ciclo monetario inferiore allo zero, questo risultato evidenzia che anche considerando i giorni necessari per la rotazione del magazzino, la durata media degli incassi è inferiore a quella dei pagamenti.



Il grafico sopra riportato, “Analisi annuale - Redditività”¹⁷⁵, evidenzia come la redditività della società sia cambiata nel corso del periodo analizzato. In primis, si sottolinea che la strategia della società ha generato un aumento progressivo del fatturato, tuttavia, la strategia perseguita dal fondo in relazione alla remunerazione degli agenti ha generato anche un progressivo aumento dei costi del personale come è stato evidenziato nei

¹⁷⁵ Il grafico mostra la percentuale dell'indice per ciascun esercizio analizzato; valori riportati in appendice B; analisi redditività.

paragrafi precedenti. L'analisi dell'EBITDA¹⁷⁶ evidenzia comunque che i maggiori costi sono stati completamente assorbiti dai nuovi ricavi, infatti, detto valore nel periodo di analisi, salvo i primi due esercizi di gestione del fondo¹⁷⁷, è sempre maggiore rispetto al valore registrato nell'anno antecedente l'acquisizione di 21 Invest (di seguito anno x-1). In contrapposizione a quanto sopra, si evidenzia che l'EBITDA margin ha registrato valori inferiori rispetto all'anno x-1, pertanto, è vero che la società ha registrato maggiori margini operativi, ma per ottenere tali valori ha dovuto produrre fatturati in termini percentuali molto superiori.

Analizzando gli altri indici di redditività si riscontra un medesimo andamento: dal grafico si rileva una drastica riduzione degli indici nel primo anno di intervento del fondo e un successivo graduale aumento sino al 2017, anno in cui avviene un'inversione di tendenza e gli indici registrano valori inferiori rispetto all'anno precedente. Nel dettaglio, il ROS nel 2017 registra un valore inferiore a causa di una riduzione del risultato operativo (causata dall'aumento degli oneri diversi di gestione che passano da euro 1.261.000,00 nel 2017 a euro 8.142.000,00 nel 2018). Nel 2018 l'indice registra un valore inferiore rispetto a quello dell'esercizio precedente in quanto, in questo esercizio, il risultato operativo diminuisce rispetto a quello precedente a causa dell'imputazione a conto economico di TFR (voce di conto economico che passa da euro 840.000,00 nel 2017 a euro 6.396.000,00 nel 2018). Ai fini dell'analisi dell'indice, in aggiunta a quanto detto, il valore del fatturato continua a crescere, pertanto, l'effetto della diminuzione del valore del risultato operativo è ulteriormente amplificata dal maggior valore dei ricavi e il ROS, di conseguenza, assume un valore inferiore. Per quanto concerne il ROA si devono ritenere valide le considerazioni sul risultato operativo descritte per l'analisi del ROI ovvero una sua riduzione nel corso degli esercizi 2017 e 2018 per aumenti di costi non presenti negli esercizi precedenti. Ad ampliare la riduzione di tale valore si segnala un graduale aumento del valore del totale dell'attivo patrimoniale il quale passa da euro 49.168.818,00 nel corso dell'esercizio 2013 a euro 326.393.000,00 nel 2018.

L'ultimo indice analizzato, ovvero il ROE, evidenzia che il rapporto dell'utile conseguito in ciascun esercizio in relazione all'ammontare complessivo del patrimonio netto dei medesimi esercizi, abbia subito in primis una drastica riduzione nel corso del primo

¹⁷⁶ Nel 2013 l'EBITDA registra un valore pari a euro 14.421.477,00 mentre nel 2018 tale valore è pari a euro 15.606.000,00; valori riportati in appendice B; analisi redditività;

¹⁷⁷ Nel 2014 il valore dell'EBITDA è inferiore al 2013 di euro 223.477,00; valori riportati in appendice B; analisi redditività.

esercizio di gestione del fondo per poi iniziare una leggera crescita sino al 2016. Nel corso degli esercizi 2017 e 2018 si osserva invece un'inversione di tendenza; nel 2018 tale indice registra il valore più basso del periodo di analisi ovvero il 2,11%. Nello specifico, l'andamento di tale indice è stato causato principalmente dall'aumento progressivo del patrimonio netto della società dovuto all'incremento delle altre riserve (voce A.VI del patrimonio netto), le quali "passano" da euro 25.310.021,00 nel corso dell'esercizio 2013 a euro 170.908.000,00 nel 2018. Si segnala infine che durante il periodo di gestione del fondo, l'utile d'esercizio ha registrato generalmente valori inferiori al 2013 a eccezione dell'esercizio 2016 ove detto valore ha registrato un aumento pari al 31% rispetto all'esercizio x-1.

In conclusione, preme sottolineare che 21 Invest ha rilevato una società che presentava una situazione rosea nel corso dell'esercizio x-1, pertanto, ha dovuto unicamente definire una strategia di ottimizzazione dei propri costi. Qualora si debba valutare la strategia di efficientamento dei costi perseguita da una società, non si deve ricercare un miglioramento di detti componenti in valori assoluti, ma bisogna riscontrare la loro efficienza in termini relativi ovvero in funzione della produzione di ricavi. Come si è visto dagli ultimi indici, il fondo non ha migliorato detti indicatori di redditività, ma ha cercato di rendere efficiente il rapporto dei singoli componenti di costo in relazione ai suoi ricavi (dato che si evince dall'analisi dei costi sul fatturato). Come descritto nei paragrafi precedenti, la società ha infatti ridotto al minimo il costo legato all'acquisto di materie prime per evitare la formazione di scorte nel magazzino, ma ha invece implementato il costo del personale per premiare i suoi agenti. Tale strategia ha generato dei risultati anche in termini di fatturato. Come anticipato nei paragrafi precedenti, una diretta conseguenza della strategia adottata dal fondo è stata un miglioramento dell'EBITDA. Tale dato è il punto di partenza per ottenere il valore dell'azienda attraverso la valutazione finanziaria descritta nei paragrafi precedenti, pertanto, si può ipotizzare che un incremento di questo valore, a parità di tassi di sconto ovvero con un tasso leggermente più basso in virtù dell'impegno sostenibile dell'attività di Forno d'Asolo Spa, evidenzia come il valore dell'azienda sia aumentato con la gestione di 21 Invest.

CONCLUSIONE

Gli obiettivi ESG hanno influenzato diverse tematiche tra cui quella economico-finanziaria, divenendo sempre più centrali nei diversi studi. La ratio sottostante detti obiettivi, esulerebbe dalla convenienza economico-finanziaria in quanto essa è incentrata su un beneficio sostenibile nelle sue diverse aree (Environmental, Social e Governance). In contrapposizione a quanto sopra è tuttavia doveroso segnalare che dal momento che questi obiettivi impattano nella sfera aziendale, debbano essere altresì valutati nell'analisi economico-finanziaria della azienda stessa. Il rischio legato al perseguimento di detti obiettivi è pertanto quello di danneggiare l'economicità della azienda. Tuttavia, come dimostrato nel presente studio, tale ipotesi è facilmente confutabile. Nonostante gli obiettivi ESG non comportino un mero aumento dei costi per la società, una corretta analisi del trade-off tra costi e benefici legati al perseguimento di questi obiettivi è doverosa qualora si volesse effettivamente valutare l'inserimento di essi nella strategia aziendale. Lo scopo del presente studio era quello di evidenziare attraverso un'analisi di merito come gli obiettivi ESG di un fondo di private equity possano effettivamente andare a incrementare il valore di una azienda del suo portafoglio.

Per dimostrare quanto sopra, lo studio ha descritto come si sviluppa il mercato del private equity per poi evidenziare quel ramo più sostenibile di esso. Nel dettaglio, lo studio ha voluto evidenziare come all'interno del settore finanziario, il private equity, in luogo degli strumenti tradizionali, avesse tutte le caratteristiche per assorbire il maggiore rischio di detti investimenti. Lo studio non poteva poi esimersi dall'evidenziare le caratteristiche di detto ramo andando a evidenziare i criteri utili alla determinazione degli investimenti ESG e i soggetti coinvolti in dette operazioni. Detta panoramica è un'anticipazione doverosa in quanto definire l'ambito oggettivo e soggettivo di questo mercato permette alla successiva analisi sul fondo di private equity di essere correttamente collocata all'interno di questo ramo. Lo studio ha poi evidenziato alcuni vantaggi fiscali legati al perseguimento degli obiettivi ESG. Quanto detto esula dall'analisi del mercato del private equity, ma permette di offrire una prima confutazione della tesi che gli obiettivi ESG incrementino esclusivamente i costi per la società senza generare alcun beneficio. Come si è infatti dimostrato, ai sensi della normativa vigente, il perseguimento di questi obiettivi genera un risparmio fiscale considerevole che impatta direttamente sul valore della azienda. In

relazione a quest'ultimo punto, ovvero il valore di un'azienda, il presente studio ha fornito un'analisi di come gli obiettivi ESG incrementino il valore della azienda. Nel dettaglio, per valutare l'effettivo impatto positivo di detti obiettivi, è stata fornita una disamina della procedura di valutazione di un'azienda attraverso la valutazione finanziaria. Assimilato come viene effettuato il discounted cash flow, lo studio ha evidenziato come gli investimenti ESG incrementino in primis il free cash flow dell'azienda e in secondo luogo permettono lo sconto di detta componente attraverso un tasso di interesse inferiore (influenzato anch'esso dalle aspettative positive in relazione agli investimenti ESG). L'insieme di queste due caratteristiche permettono di ottenere un discounted cash flow maggiore e di conseguenza un incremento del valore dell'azienda.

A sostegno di quanto sopra, nel capitolo IV "valutazione impatto investimenti ESG" sono riportati i riscontri di un'analisi di McKinsey & Company, la quale evidenzia come gli obiettivi ESG sono e saranno più centrali nelle percezioni di valore dei diversi portatori di interessi dell'azienda. Tale considerazione è estremamente importante in quanto nel stakeholder value il maggior valore di un'azienda deve essere percepito da tutti i suoi portatori di interessi.

In conclusione, il presente studio ha analizzato due investimenti in chiave ESG compiuti dal fondo di investimento di private equity 21 Invest Spa. Gli esempi riportati volevano evidenziare come il maggior valore sostenibile per la comunità generato dagli investimenti non abbia intaccato l'obiettivo primario di generare un ritorno economico per gli investitori del fondo, ma anzi è risultato essere un maggiore driver per incrementare in primis le potenzialità dell'azienda e in secondo luogo il tasso di rendimento interno annuo del progetto di investimento. Dai report di sostenibilità proposti dal fondo si può infatti notare come questo sia riuscito ad ottenere marginalità dalla vendita delle quote precedentemente acquistate grazie al maggior valore delle due aziende. Si precisa che il maggior valore è frutto dell'attuazione di strategie finalizzate a perseguire obiettivi ESG ovvero la creazione di benefici per la comunità in cui sono inserite le due aziende. Assodati i benefici per le comunità locali, lo studio ha voluto verificare che le plusvalenze ottenute dal fondo con la vendita delle quote fossero effettivamente dovute al maggior valore delle due società e non da una sopravvalutazione di queste a causa del fenomeno c.d. greenwashing. Attraverso un'analisi sulle principali componenti del conto economico, del capitale circolante netto, del circolante commerciale e dei principali indicatori reddituali è stato dimostrato come gli obiettivi ESG perseguiti

dal fondo attraverso delle strategie aziendali, quali l'ottenimento di una sinergia operativa ovvero l'efficientamento dei costi, abbiano effettivamente incrementato il valore delle due aziende.

Assodato che il problema posto all'attenzione fosse la possibilità di generare un maggior valore per l'azienda attraverso il perseguimento di obiettivi ESG, oggetto di dibattito nelle discussioni delle principali associazioni di categoria, il presente studio ha voluto evidenziare, in primis a livello teorico e in secondo luogo a livello empirico attraverso gli esempi forniti, come detti obiettivi possano essere valutati come veri e propri driver per incrementare il valore della propria azienda.

Su queste basi pare lecito ipotizzare che nel prossimo futuro l'attenzione in merito alle tematiche ESG diventerà sempre più rilevante sia per le imprese quanto per l'intero sistema finanziario.

Farnese Vini Srl

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12
VARIAZIONI COMPONENTI CONTO ECONOMICO								
Crescita val. della produzione	4,64%	6,13%	33,08%	12,34%	10,73%	19,04%	13,78%	16,87%
Crescita costi della produzione	5,24%	4,16%	27,50%	21,49%	9,18%	19,00%	11,23%	25,26%
Crescita proventi e oneri finanziari	6,84%	-22,21%	-157,10%	-938,87%	70,02%	-37,69%	109,68%	-26,29%
Crescita rettifiche attività finanziarie	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Crescita proventi e oneri straordinari	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	-33,18%	-58,15%	667,60%	-43,71%
Crescita risultato prima delle imposte	-2,39%	47,18%	-12,86%	-3,17%	24,06%	30,82%	31,54%	-34,78%
Crescita imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	-1,01%	26,05%	77,04%	-29,20%	18,97%	20,07%	44,52%	-31,43%
Crescita utile/perdita d'esercizio	-3,46%	69,14%	-42,97%	10,43%	26,90%	37,69%	24,41%	-36,48%
INCIDENZA VARIAZIONI CONTO ECONOMICO								
Differenziale val. della produzione	4.010.627,00 €	4.988.134,00 €	20.236.227,00 €	6.719.790,00 €	5.278.614,00 €	7.867.477,00 €	5.002.621,00 €	5.241.334,00 €
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Differenza Ricavi vendite e prestazioni	75%	165%	84%	90%	118%	129%	71%	93%
Differenza Rimanenze prodotti	2%	-41%	11%	5%	-21%	-26%	32%	-1%
Differenza Altri Ricavi	23%	-24%	5%	5%	3%	-3%	-3%	8%
Differenziale costi della produzione	4.086.769,00 €	3.112.436,00 €	16.152.264,00 €	10.386.930,00 €	4.062.813,00 €	7.069.309,00 €	3.756.223,00 €	6.745.759,00 €
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Differenza Materie prime e consumo	42%	291%	63%	70%	-85%	130%	129%	46%
Differenza Servizi	32%	-62%	24%	12%	49%	4%	-18%	36%
Differenza Godimento beni di terzi	2%	-1%	0%	0%	1%	1%	1%	0%
Differenza Totale costi del personale	0%	9%	-3%	4%	-4%	1%	17%	1%
Differenza Ammortamenti e svalut.	-2%	-2%	0%	37%	0%	-1%	-19%	10%
Differenza Variazione materie	23%	-131%	16%	-23%	134%	-38%	-9%	6%
Differenza Accantonamenti per rischi	-1%	0%	0%	-2%	4%	2%	1%	0%
Differenza Altri accantonamenti	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Differenza Oneri diversi di gestione	4%	-3%	-1%	2%	2%	0%	-1%	1%
INCIDENZA COSTI FATTURATO								
Fatturato	90.274.794,00 €	86.349.009,00 €	79.327.947,00 €	61.392.352,00 €	54.984.919,00 €	48.609.117,00 €	38.693.992,00 €	35.314.731,00 €
Incidenza costi su fatturato	90,92%	90,32%	94,39%	95,68%	87,92%	91,09%	96,16%	94,73%
Incidenza costi materia prime su fatturato	65,65%	66,67%	61,17%	62,57%	56,64%	71,16%	65,56%	58,16%
Incidenza costi personale su fatturato	2,46%	2,59%	2,45%	3,96%	3,70%	4,55%	5,44%	4,20%
INCIDENZA UTILE								
UTILE/RICAVI	4,25%	4,60%	2,89%	6,74%	6,86%	5,98%	5,17%	4,73%
UTILE/COSTI	4,68%	5,10%	3,14%	7,02%	7,72%	6,65%	5,74%	5,13%

Farnese Vini Srl

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12	31/12/11
ATTIVITA' CORRENTI									
TOTALE RIMANENZE	20.179.614,00 €	19.098.021,00 €	16.849.289,00 €	14.289.427,00 €	13.611.875,00 €	16.227.047,00 €	10.892.135,00 €	7.061.974,00 €	5.210.437,00 €
TOTALE CREDITI	26.017.809,00 €	22.558.714,00 €	22.479.903,00 €	15.277.077,00 €	15.647.923,00 €	16.248.470,00 €	15.983.377,00 €	17.374.554,00 €	17.821.325,00 €
TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
TOT. DISPONIBILITA' LIQUIDE	14.107.404,00 €	4.812.566,00 €	3.583.283,00 €	5.962.097,00 €	4.478.527,00 €	1.856.541,00 €	1.125.820,00 €	1.797.852,00 €	1.276.761,00 €
RATEI E RISCONTI	465.695,00 €	316.952,00 €	411.623,00 €	448.281,00 €	233.602,00 €	311.048,00 €	26.323,00 €	209.800,00 €	203.000,00 €
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	60.770.522,00 €	46.786.253,00 €	43.324.098,00 €	35.976.882,00 €	33.971.927,00 €	34.643.106,00 €	28.027.655,00 €	26.444.180,00 €	24.511.523,00 €
PASSIVITA' CORRENTI									
DEBITI A BREVE	25.717.577,00 €	22.301.527,00 €	25.303.703,00 €	20.845.510,00 €	15.040.545,00 €	20.876.235,00 €	18.861.940,00 €	12.431.608,00 €	12.437.198,00 €
RATEI E RISCONTI	46.293,00 €	0,00 €	11.345,00 €	405.369,00 €	53.586,00 €	20.318,00 €	31.151,00 €	28.700,00 €	15.931,00 €
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	25.763.870,00 €	22.301.527,00 €	25.315.048,00 €	21.250.879,00 €	15.094.131,00 €	20.896.553,00 €	18.893.091,00 €	12.460.308,00 €	12.453.129,00 €
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO									
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	60.770.522,00 €	46.786.253,00 €	43.324.098,00 €	35.976.882,00 €	33.971.927,00 €	34.643.106,00 €	28.027.655,00 €	26.444.180,00 €	24.511.523,00 €
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	25.763.870,00 €	22.301.527,00 €	25.315.048,00 €	21.250.879,00 €	15.094.131,00 €	20.896.553,00 €	18.893.091,00 €	12.460.308,00 €	12.453.129,00 €
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	35.006.652,00 €	24.484.726,00 €	18.009.050,00 €	14.726.003,00 €	18.877.796,00 €	13.746.553,00 €	9.134.564,00 €	13.983.872,00 €	12.058.394,00 €
VARIAZIONI CCN	42,97%	35,96%	22,29%	-21,99%	37,33%	50,49%	-34,68%	15,97%	N.D.
ROTAZIONE CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE									
Rotazione attivo corrente operativo	1,49	1,85	1,83	1,71	1,62	1,40	1,38	1,34	1,22
Indice rotazione magazzino	4,07	4,08	4,44	4,11	3,55	2,73	3,42	4,74	5,13
DSO (Days Sales Outstanding)	63,54	61,53	66,06	60,73	62,03	69,20	74,93	113,99	128,97
DPO (Days Payable Outstanding)	55,77	47,07	57,65	43,80	47,16	49,31	59,00	97,32	101,76
Durata Ciclo monetario	11,84	18,54	12,85	21,04	18,42	22,62	19,34	21,40	32,34

Farnese Vini Srl

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13	31/12/12	31/12/11
Analisi Redditività									
Fatturato	90.274.794,00 €	86.349.009,00 €	79.327.947,00 €	61.382.352,00 €	54.984.919,00 €	48.609.117,00 €	38.693.992,00 €	35.314.731,00 €	30.017.098,00 €
Valore Aggiunto	14.713.892,00 €	14.915.388,00 €	12.807.743,00 €	9.150.752,00 €	8.782.254,00 €	7.588.351,00 €	6.552.903,00 €	5.380.923,00 €	6.123.139,00 €
EBITDA	12.492.140,00 €	12.679.675,00 €	10.860.545,00 €	6.718.143,00 €	6.745.413,00 €	5.378.127,00 €	4.447.925,00 €	3.897.359,00 €	4.695.981,00 €
Variazione EBITDA	-1,48%	16,75%	61,66%	-0,40%	25,42%	20,91%	14,13%	-17,01%	N.D.
EBITDA Margin	13,84%	14,68%	13,69%	10,94%	12,27%	11,06%	11,50%	11,04%	15,64%
Incidenza del Val. Aggiunto sul fatturato	16,30%	17,27%	16,15%	14,91%	15,97%	15,61%	16,94%	15,24%	20,40%
ROS	9,22%	9,74%	8,03%	4,01%	11,24%	9,97%	9,94%	7,88%	14,05%
ROA	7,37%	8,15%	6,31%	2,47%	14,21%	11,22%	11,78%	9,16%	14,79%
ROE	6,80%	7,54%	4,83%	8,89%	18,57%	17,98%	15,92%	13,33%	22,82%

FORNO D'ASOLO S.P.A.

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------

VARIAZIONI COMPONENTI CONTO ECONOMICO						
Differenziale val. della produzione	7,84%	6,78%	10,92%	25,46%	14,74%	3,55%
Differenziale costi della produzione	5,14%	8,22%	15,03%	24,73%	13,26%	7,27%
Differenziale proventi e oneri finanziari	204,04%	23,48%	91,57%	-26,46%	-19,37%	-764,07%
Differenziale rettifiche attività finanziarie	-100,00%	-75,76%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Differenziale proventi e oneri straordinari	-86,16%	478,24%	-16,26%	275,93%	10,20%	-187,63%
Differenziale risultato prima delle imposte	-7,08%	-33,34%	-33,07%	41,18%	46,39%	-45,05%
Differenziale imposte sul reddito correnti, differite e anticipate	-56,85%	-44,14%	-20,49%	49,04%	31,04%	-59,78%
Differenziale utile/perdita d'esercizio	7,35%	-29,38%	-36,75%	39,04%	51,21%	-37,91%

INCIDENZA VARIAZIONI CONTO ECONOMICO						
Differenziale val. della produzione	10.237.000,00 €	8.296.000,00 €	12.042.000,00 €	22.377.000,00 €	11.290.000,00 €	2.627.329,00 €
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Differenza Ricavi vendite e prestazioni	102%	97%	99%	98%	101%	89%
Differenza Rimanenze prodotti	0%	0%	0%	0%	0%	11%
Differenza Altri Ricavi	-2%	3%	1%	2%	-1%	1%
Differenziale costi della produzione	6.293.000,00 €	9.295.000,00 €	14.778.000,00 €	19.488.000,00 €	9.229.000,00 €	4.716.301,00 €
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Differenza Materie prime e consumo	41%	16%	20%	36%	49%	2%
Differenza Servizi	102%	74%	24%	29%	35%	87%
Differenza Godimento beni di terzi	-19%	1%	1%	1%	2%	-2%
Differenza Totale costi del personale	-76%	62%	10%	24%	15%	20%
Differenza Ammortamenti e svalut.	72%	18%	-5%	6%	3%	8%
Differenza Variazione materie	0%	0%	0%	0%	0%	-13%
Differenza Accantonamenti per rischi	-1%	-6%	4%	0%	0%	-19%
Differenza Altri accantonamenti	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Differenza Oneri diversi di gestione	-18%	-64%	47%	3%	-4%	17%

INCIDENZA COSTI FATTURATO						
Fatturato	140.838.000,00 €	130.601.000,00 €	122.305.000,00 €	110.263.000,00 €	87.886.000,00 €	76.596.000,00 €
Incidenza costi su fatturato	91,36%	93,71%	92,46%	89,16%	89,68%	90,85%
Incidenza costi materia prime su fatturato	36,52%	37,43%	38,72%	40,30%	42,48%	42,81%
Incidenza costi personale su fatturato	10,86%	15,37%	11,72%	11,64%	9,22%	8,82%

INCIDENZA UTILE						
UTILE/RICAVI	2,82%	2,83%	4,28%	7,51%	6,78%	5,14%
UTILE/COSTI	3,09%	3,02%	4,63%	8,42%	7,56%	5,66%

FORNO D'ASOLO S.P.A.

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13
ATTIVITA' CORRENTI							
TOTALE RIMANENZE	10.165.000,00 €	9.313.000,00 €	8.661.000,00 €	8.218.000,00 €	5.855.000,00 €	5.417.000,00 €	4.573.712,00 €
TOTALE CREDITI	21.007.000,00 €	22.427.000,00 €	23.783.000,00 €	24.106.000,00 €	22.148.000,00 €	21.863.000,00 €	20.662.477,00 €
TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
TOT. DISPONIBILITA' LIQUIDE	9.575.000,00 €	6.108.000,00 €	5.526.000,00 €	9.405.000,00 €	10.299.000,00 €	5.792.000,00 €	15.697.616,00 €
RATEI E RISCONTI	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	411.452,00 €
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	40.747.000,00 €	37.848.000,00 €	37.970.000,00 €	41.729.000,00 €	38.302.000,00 €	33.072.000,00 €	41.345.257,00 €
PASSIVITA' CORRENTI							
DEBITI A BREVE	30.493.000,00 €	28.140.000,00 €	34.150.000,00 €	26.628.000,00 €	20.594.000,00 €	17.822.000,00 €	13.461.098,00 €
RATEI E RISCONTI	143.000,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	801.077,00 €
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	30.636.000,00 €	28.140.000,00 €	34.150.000,00 €	26.628.000,00 €	20.594.000,00 €	17.822.000,00 €	14.262.175,00 €
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO							
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	40.747.000,00 €	37.848.000,00 €	37.970.000,00 €	41.729.000,00 €	38.302.000,00 €	33.072.000,00 €	41.345.257,00 €
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	30.636.000,00 €	28.140.000,00 €	34.150.000,00 €	26.628.000,00 €	20.594.000,00 €	17.822.000,00 €	14.262.175,00 €
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	10.111.000,00 €	9.708.000,00 €	3.820.000,00 €	15.101.000,00 €	17.708.000,00 €	15.250.000,00 €	27.083.082,00 €
VARIAZIONI CCN	4,15%	154,14%	-74,70%	-14,72%	16,12%	-43,69%	N.D.
ROTAZIONE CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE							
Rotazione attivo corrente operativo	3,46	3,45	3,22	2,64	2,29	2,32	1,80
Indice rotazione magazzino	12,66	13,14	13,06	11,96	13,46	12,85	14,18
DSO (Days Sales Outstanding)	41,42	42,22	45,32	51,94	61,16	67,38	78,38
DPO (Days Payable Outstanding)	59,83	66,05	62,03	68,47	67,10	73,76	68,85
Durata Ciclo monetario	-5,75	-10,69	-3,65	-4,57	7,52	6,47	23,71

FORNO D'ASOLO S.P.A.

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Analisi Redditività							
Fatturato	140.838.000,00 €	130.601.000,00 €	122.305.000,00 €	110.263.000,00 €	87.886.000,00 €	76.596.000,00 €	74.247.078,00 €
Valore Aggiunto	39.292.000,00 €	35.680.000,00 €	29.838.000,00 €	31.190.000,00 €	22.303.000,00 €	18.600.000,00 €	20.249.978,00 €
EBITDA	23.996.000,00 €	15.606.000,00 €	15.506.000,00 €	18.350.000,00 €	14.198.000,00 €	11.842.000,00 €	14.421.477,00 €
Variazione EBITDA	53,76%	0,64%	-15,50%	29,24%	19,90%	-17,89%	N.D.
EBITDA Margin	17,04%	11,95%	12,68%	16,64%	16,16%	15,46%	19,42%
Incidenza del Val. Aggiunto sul fatturato	27,90%	27,32%	24,40%	28,29%	25,38%	24,28%	27,27%
ROS	8,64%	6,29%	7,54%	10,84%	10,32%	9,15%	12,30%
ROA	2,84%	2,52%	7,17%	9,36%	7,80%	6,35%	18,50%
ROE	2,06%	2,11%	8,40%	10,21%	8,17%	5,89%	19,31%

BIBLIOGRAFIA

- Avi M. S.; *“Il Sistema informativo Integrato”*; Cafoscarina; 2017;
- Del Giudice A.; *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*; G. Giappichelli Editore; 18 dicembre 2019;
- Demaria C.; *Introduction to private equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around*; John Wiley & Sons Inc.; luglio 2013;
- Gervasoni A. e Sattin F.; *Private equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini Next, ristampa del 2019;
- Solimene L. e Giangualano P.; *Sostenibilità in cerca di imprese. La rendicontazione non finanziaria come strumento di governance dei rischi e delle opportunità*; EGEA; 8 aprile 2019;
- Sostero U., Ferrarese P., Mancin M. e Marcon C.; *“L’analisi economico-finanziaria di Bilancio”*; GIUFFRE’ EDITORE; 2018;
- Tenuta P.; *Indice e modelli di sostenibilità*; Franco Angeli 3 agosto 2009.

SITOGRAFIA

- 3i History; <https://www.3i.com/about-us/history>;
- AIFI: Associazione Italiana del private equity, Venture Capital e private Debt; <https://www.aifi.it>;
- ASVIS: Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile ASviS; <https://asvis.it>;
- Borsa Italiana S.P.A.; <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html>;
- Creating Shared Value Annual Sustainability Report 2020; 21 Invest Spa;
- Credito d'imposta formazione 4.0, disponibile nel sito del Ministero dello Sviluppo Economico; <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-formazione>;
- Eurosif; <http://www.eurosif.org>;
- Il Sole 24 Ore Glossario; <https://argomenti.ilsole24ore.com>;
- Investi Responsabilmente; <https://investiresponsabilmente.it>;
- Morgan Stanley; <https://www.morganstanley.com>;
- MSCI: Morgan Stanley Capital International; <https://www.msci.com>;
- Organizzazione Internazionale del Lavoro; [https://www.ilo.org/global/lang--en/index.htm](https://www.ilo.org/global/lang-en/index.htm);
- Piano operativo imprese e competitività; Ministero dello Sviluppo Economico; <https://www.mise.gov.it>;
- Sida Group; <https://mastersida.com/gli-errori-da-evitare-nellusufruire-del-credito-imposta-formazione-4-0/>;
- TRECCANI; https://www.treccani.it/enciclopedia/infrastrutture_%28Enciclopedia-delle-scienze-sociali%29/;
- United Nations Global Compact; <https://www.unglobalcompact.org>.

DISPENSE E ARTICOLI

- A.I.D.A.; *21 Invest Spa S.P.A. Conto Economico riclassificato al valore aggiunto*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.D.A.; *21 Invest Spa S.P.A. Indici di Analisi*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.D.A.; *21 Invest Spa S.P.A. Stato Patrimoniale*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.D.A.; *Farnese Vini Srl, Conto Economico*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.D.A.; *Farnese Vini Srl, Stato Patrimoniale*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.D.A.; *Forno d'Asolo Spa, Conto Economico*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.D.A.; *Forno d'Asolo Spa, Stato Patrimoniale*; Dati disponibili nel portale A.I.D.A.; <https://aida.bvdinfo.com/version-20201216/home.serv?product=AidaNeo>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 1999*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2004*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2008*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2014*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2015*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2016*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2017*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;

- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2018*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi anno 2019*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I. in collaborazione con PwC; *Il Mercato Italiano del Venture Capital e private equity; analisi I semestre 2020*; <https://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/>;
- A.I.F.I.; *Private equity sostenibile - Una guida per gli operatori del mercato italiano*; Forum per la finanza sostenibile;
- Aquaro G., Bartolini M., Bergonzini P., Cangialosi C., Cavalli I., Del Giudice R., Pinaffo G., Ranghino F., Rinaldi F., Testa G., Viviani E., Zunino R.; *Quaderno sull'Investimento nel Capitale di Rischio 44/2019: Private capital e sostenibilità*; A.I.F.I. ;
- Bain & Company; *Global private equity Report 2019*; disponibile nel sito www.bain.com;
- Bain & Company; *Global private equity Report 2020*; disponibile nel sito www.bain.com;
- Barlassina M. Direttore Forbes.it; *Il braccio destro dei leader*; Forbes; 13 Maggio, 2019;
- Borsa Italiana; *Comitato per la Corporate Governance, Codice di Autodisciplina*; Milano 2006;
- Casadei M.; *La sostenibilità è importante, ma vende? Sì, secondo i buyer, e sempre di più*; Il Sole 24Ore; 29 marzo 2019;
- Commissione Europea; *European Economic Forecast; Summer 2020 (Interim)*; Institutional paper 132; luglio 2020;
- Commissione Europea; *"Documento di riflessione verso un'Europa sostenibile entro il 2030"*; 11 ottobre 2018;
- De Stefano G.; *Pro e contro il Venture Capital (in un mondo di tassi negativi)*; Il Sole 24 Ore; 21 Agosto 2020;
- Deloitte, EY, KPMG and PwC; *WHITE PAPER – Settembre 2020*.
- ECB; *THE DEVELOPMENT OF PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL IN EUROPE*; Monthly Bulletin; October 2005;
- Eurizon; *Azionario Internazionale Etico*; disponibile nel sito <https://www.eurizoncapital.it>;

- Euroconference; *Il credito d'imposta per la ricerca e sviluppo 2020 ad ampio raggio*; Edizione di mercoledì 10 Giugno 2020;
- European Commission; *Summer 2020 Economic Forecast: a deeper recession with wider divergences*; disponibile nel sito https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/summer-2020-economic-forecast-deeper-recession-wider-divergences_en;
- EUROSIF; *European SRI study 2018*; disponibile nel sito www.eurosif.org;
- Global Sustainable Investment Alliance; *GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2014*; disponibile nel sito <http://www.gsi-alliance.org>;
- Global Sustainable Investment Alliance; *GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2018*; disponibile nel sito <http://www.gsi-alliance.org>;
- Guida Eutekne imposte dirette; *Carried interest*; Sanna S.; Versione aggiornata al 2 maggio 2020;
- Guida EUTEKNE; *Bonus ricerca e sviluppo e innovazione*; Versione aggiornata al 08.10.2020;
- *Il meccanismo della leva finanziaria!*; disponibile nel sito <https://www.ecnews.it/il-mechanismo-della-leva-finanziaria/>;
- Il Sole 24 Ore; *Brexit, New York supera Londra come prima piazza finanziaria globale*; 13 settembre 2018;
- Il Sole 24 Ore; *Pmi, quanto conta in Italia il 92% delle aziende attive sul territorio?*; 10 luglio 2019;
- Il Sole 24 Ore; *Posizione Finanziaria netta*; Parole chiavi; disponibile nel sito https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/posizione-finanziaria-netta.html?refresh_ce=1;
- Incorvati L.; *In un anno 3 miliardi alle Pmi dalla finanza alternativa*; Il Sole 24 Ore; 21 novembre 2019;
- Istituto nazionale di statistica (ISTAT); *Conti economici trimestrali*; Comunicato stampa; <https://www.istat.it/it/archivio/246771>;
- Istituto nazionale di statistica (ISTAT); *Stima preliminare del PIL*; Comunicato stampa; disponibile nel sito <https://www.istat.it/it/archivio/249706>;
- La Posta L.; *Perché la sostenibilità sarà prioritaria nella ripartenza post Covid-19*; Il Sole 24 Ore; 04 giugno 2020;

- Lodh A. Vice President MSCI Research; *ESG and the cost of capital*; MSCI; 25 febbraio 2020;
- McKinsey & Company; *The ESG premium: New perspectives on value and performance*; 12 febbraio 2020;
- Ministero dello Sviluppo Economico; *Beni strumentali ("Nuova Sabatini")*; disponibile nel sito <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/beni-strumentali-nuova-sabatini>;
- Ministero dello Sviluppo Economico; *Credito d'imposta formazione 4.0*; disponibile nel sito <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/credito-d-imposta-formazione>;
- Ministero dello Sviluppo Economico; *Nuova Sabatini*; Disponibile nel sito <https://www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/beni-strumentali-nuova-sabatini>;
- Ministero dello Sviluppo Economico; *Piano operativo imprese e competitività*; disponibile nel sito <https://www.mise.gov.it>;
- MIT Museum: entrepreneurial MIT; *Venture Capital, American Research Development Corporation, 1946*; disponibile nel sito <http://museum.mit.edu/150/78>;
- Morgan Stanley; *Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice*; 2019;
- National Venture Capital Association (NVCA); *NVCA 2020 Yearbook*; disponibile nel sito <https://nvca.org/>;
- OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico); *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali*; disponibile nel sito <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf>;
- Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma; *Trattamento contabile e fiscale delle clausole di aggiustamento del prezzo (earn out) e di garanzia nella compravendita di partecipazioni*; 25 ottobre 2018;
- Osservatorio ESG; *Indagine sulla situazione della Sostenibilità (Ambiente, Sociale, Governance e Prodotto) nelle piccole e medie società italiane quotate a Piazza Affari e sul mercato Aim*; disponibile nel sito <https://www.ilsole24ore.com/sez/sostenibilita/osservatorio>;
- Oxford Review of Economic Policy, Volume 36, Issue 2, Summer 2020, Pages 275–290; *Public versus private equity*;

- *Principles for Responsible Investment*; disponibile nel sito <https://www.unpri.org/pri>;
- Shleifer A. e Vishny R. W.; *survey of corporate governance*; Journal of Finance Volume 52, No. 2, 1997.

NORMATIVA E GIURISPRUDENZA

- Codice Civile; libro quinto (del lavoro); Titolo VIII (dell'azienda); Capo I (Disposizioni generali); Articolo 2555;
- Decreto del 31/12/1988 - Min. Finanze; Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 27 del 2 febbraio 1989;
- Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 maggio 2020; Gazzetta Ufficiale Serie Generale n.182 del 21 luglio 2020; Articolo 2, comma 2;
- Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 maggio 2020; Gazzetta Ufficiale Serie Generale n.182 del 21 luglio 2020;
- Decreto direttoriale del Ministero dello Sviluppo Economico; Direzione generale per gli incentivi alle imprese; 07 agosto 2020;
- Decreto interministeriale del 04/05/2018 - Ministero Sviluppo Economico; Art 3;
- Decreto ministeriale 11 giugno 2020 – Progetti di ricerca e sviluppo per l'economia circolare; Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 177 del 15 luglio 2020;
- Decreto ministeriale del 17 ottobre 2017; Art 1;
- Direttiva 2008/99/CE Del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 novembre 2008; Gazzetta ufficiale dell'Unione europea; 6 dicembre 2008;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 87;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 98;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 200;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 201;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 210-217;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 comma 227;
- Legge 27 dicembre 2019, n. 160; Articolo 1 commi da 634 a 658;
- Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 comma 97-101;
- Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 comma 231;
- Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 comma 275;
- Legge 30 dicembre 2020, n. 178; Articolo 1 commi 734-746;
- Organismo italiano di contabilità (OIC); Principio contabile n. 24: Immobilizzazioni immateriali;

- Regolamento 17 giugno 2014, n. 651 - Regolamento n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato - Pubblicato nel n. L 187 del 26 giugno 2014; Articolo 3;
- Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio; Commissione Europea; Bruxelles 04 marzo 2020;
- Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015; Assemblea Generale; Organizzazione delle Nazioni Unite;
- Small Business Investment Act Of 1958; Small Business Administration; https://www.sba.gov/sites/default/files/201903/Small_Business_Investment_Act_1958.pdf.