



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo

ordinamento LM-77

Tesi di Laurea

**La sostenibilità nella finanza alternativa e
l'impatto dell'attività di private equity nel
mondo ESG**

Relatore

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Ch. Prof. Federico Beltrame

Laureando

Giulio Pizzolato Matricola 860270

Anno Accademico

2022 / 2023

A chi mi ha sostenuto

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1	
1.1 Cenni storici e aspetti definatori.....	5
1.2 Le tipologie di investimento.....	7
1.3 Il ricorso al private equity	12
1.4 Le performance economiche dell'attività di private equity in Italia	17
1.4.1 La definizione del prezzo e dell'Enterprise Value nelle operazioni di private equity	22
1.4.2 La valutazione attraverso i multipli	25
1.4.3 La misurazione delle performance dei fondi di private equity.....	32
CAPITOLO 2	
2.1 Considerazioni preliminari	39
2.2 Le determinanti ESG nel costo dell'equity.....	45
2.3 La percezione del rischio ESG in Italia.....	53
2.4 L'influenza dei temi ESG nella prassi valutativa, <i>disclosure</i> e il problema della disponibilità dei dati per le SGR.....	60
2.5 La rendicontazione ESG e il bilancio di sostenibilità	67
CAPITOLO 3	
3.1 Obiettivi e metodologia della ricerca	76
3.2 Dati e campione nel modello di regressione	77
3.3 Osservazioni conclusive.....	82

INTRODUZIONE

I fattori di sostenibilità stanno diventando sempre più determinanti nelle strategie di investimento. Infatti, le imprese stanno vedendo maggiori pressioni esterne in favore di un comportamento responsabile, sostenibile nel lungo periodo e focalizzato, quindi, sull'integrazione dei fattori ESG (*Environmental, Social and Governance*). Un numero sempre maggiore di consumatori richiede prodotti e servizi rispettosi dell'ambiente, gli impiegati, invece, desiderosi di un miglior bilanciamento tra la loro vita privata e il lavoro prestato.

Partendo da queste assunzioni, anche gli investitori partecipanti nel capitale ai cosiddetti fondi di investimento alternativi (o FIA) decidono di impiegare il proprio capitale in iniziative rispettose di tali aspetti. È seguendo questa impostazione che l'asset management delle Società di Gestione del Risparmio Collettivo (c.d. SGR) optano sempre di più per l'integrazione di policy ESG sempre più puntuali e specifiche nella composizione dei fondi di private equity. Nella definizione di queste prospettive, l'operato del Legislatore, su più livelli, riveste un ruolo significativo nella regolamentazione e nell'attività di divulgazione, oltre che sulle linee guida che le SGR sono tenute a osservare pedissequamente. Il 2021, infatti, è stato l'anno in cui sono sorti i primi obblighi in merito all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in cui le SGR vi operano, in virtù del Regolamento europeo n° 2088 del 2019.

Una volta descritta l'attività di private equity in Italia, il presente lavoro cerca di capire le determinanti che incidono nel processo di valorizzazione e valutazione d'azienda in relazione all'integrazione dei fattori ESG. A tal proposito, numerosi studi condotti recentemente hanno cercato di definire e approfondire il rischio di sostenibilità in Italia, definito ESG risk, che per anni è stato un terreno inesplorato, talvolta definito come "costo ombra" e che recentemente ha destato notevoli attenzioni da parte non solo della letteratura economica, ma anche dagli operatori di private equity e dagli investitori che vi partecipano.

Le motivazioni che sottendono la decisione di integrare i fattori di sostenibilità nelle strategie di investimento sono state oggetto di questa ricerca, ponendo l'attenzione sulle modalità con le quali, operatori specializzati e investitori istituzionali, influenzano le performance di sostenibilità in capo alle imprese partecipate. Nel caso in specie, si utilizza un approccio misto, sia qualitativo che quantitativo, per evidenziare come l'attività di engagement condotta dalle *private equity firms* conduca o meno a un miglioramento nelle performance ESG in capo alle imprese oggetto di questa tipologia di investimento.

CAPITOLO 1

1.1 Cenni storici e aspetti definatori

Per comprendere a pieno il significato di private equity occorre partire sin dal suo principio, ovvero dagli inizi degli anni Ottanta quando, di fatto, in Italia, si iniziava a ricorrere sempre più a questa tipologia di investimento attraverso l'impiego di capitale di rischio. A tal proposito, con l'espressione "Private Equity" si intendeva l'apporto di capitale, per mezzo di operatori specializzati, nei confronti di imprese non quotate in un'ottica temporale di medio-lungo periodo. Le caratteristiche comuni di queste imprese non quotate, definite come imprese target e quindi oggetto di questo tipo di investimento, erano la presenza di un elevato potenziale di crescita in termini merceologici, di nuove tecnologie da implementare e con la possibilità di inserirsi in nuovi mercati globali. Nel perimetro di questa definizione, la partecipazione al capitale di rischio era comunemente intesa come temporanea, di minoranza e finalizzata esclusivamente ad ottenere il massimo rendimento possibile attraverso un contributo, da parte degli operatori specializzati, di conoscenze non solo di carattere finanziario ma anche in un'ottica di sviluppo economico dell'impresa target, accrescendone quindi il suo valore¹.

La definizione di private equity così proposta ha visto però dei mutamenti nel corso degli anni, pur mantenendone i caratteri essenziali. Allo stato attuale, infatti, le caratteristiche dell'attività di investimento nel capitale di rischio di un'impresa vedono una sostanziale diversificazione in funzione del mercato di riferimento e del suo grado di sviluppo, offrendo quindi una maggiore ampiezza di intervento. Alla luce di queste mutazioni, l'attività di private equity, nella sua essenza, non vede alcun cambiamento poiché la caratteristica di fondo è sempre quella di acquisire partecipazioni significative in imprese target al fine di realizzare un elevato *capital gain* raggiunto con la successiva vendita delle stesse partecipazioni. Possiamo quindi facilmente affermare che nel corso degli anni, l'attività di finanziamento attraverso il

¹ A. Gervasoni, F.L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital Guerini Next*, 2015.

capitale di rischio ha subito un mutamento non solo sul piano terminologico ma anche sul piano operativo.

Lo scenario italiano vede un contributo importante grazie all'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) la quale definisce l'attività di private equity come "attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine". Così definita, l'attività di private equity appare come una macrocategoria comprensiva di una moltitudine di attività di investimento nel capitale di rischio in imprese, in qualsiasi stadio della loro vita economica. Si fa quindi una prima e doverosa distinzione tra private equity in senso stretto e venture capital, quest'ultima infatti si concentra esclusivamente in investimenti in imprese target nelle primissime fasi del loro ciclo imprenditoriale le quali sono connotate da una particolare delicatezza. In proposito si parla di *'seed capital'* e *'start up capital'*.

Sempre sul piano terminologico è utile operare una distinzione circa gli aspetti fisiologici o meno del ciclo di vita dell'impresa. In tale direzione si è soliti definire con il termine *'expansion capital'* l'investimento di private equity volto al sostegno e allo sviluppo di un'impresa già costituita che presenti uno stadio di vita non troppo avanzato, ma comunque ben avviato. Inversamente, si ricorre alla definizione di *'turnaround investment'* quando l'impresa riversi in condizioni patologiche o particolarmente avanzate del ciclo di vita. Esempio principe di quest'ultima fattispecie è l'investimento in capitale di rischio in occasione di una ristrutturazione aziendale.

In generale, possiamo affermare che anche lo status soggettivo degli operatori attivi in questo tipo di mercato prende diverse denominazioni a seconda dello stato dell'impresa in cui si interviene, distinguendo i *venture capitalists* dai *private equity investors*. Quest'ultimi focalizzano i propri investimenti sulle fasi avanzate del ciclo di vita delle imprese, a differenza dei primi che si concentrano negli *early stages* delle imprese.

1.2 Le tipologie di investimento

Prima di prendere in esame le varie tipologie di investimento è utile inquadrare le ragioni che sottendono questo tipo di classificazione.

In prima battuta è possibile constatare come al variare del ciclo di vita dell'impresa cambino anche i suoi bisogni infatti, questa, è soggetta a mutamenti da un punto di vista dimensionale oltre che prospettico. Conseguentemente, anche l'operato degli investitori istituzionali deve essere adeguato alle circostanze e alle esigenze dell'impresa oggetto di questo tipo di investimento, infatti, a diversi bisogni sono riconducibili diverse combinazioni tra apporto di capitale e *know-how*. Questo tipo di schematizzazione, adottata dalla letteratura economica classica², ovvero corrispondere un diverso operato a seconda della sola anzianità dell'impresa, si presta ad una classificazione che al giorno d'oggi non è più così significativa rispetto a trent'anni fa. Ciò è principalmente dovuto dalla crescente complessità dei settori merceologici e quindi alle peculiarità ad essi connesse facendo sì che sia difficile standardizzare i tipi di interventi posti in essere dagli investitori, i quali sono costretti a sviluppare continuamente strumenti finanziari sempre più complessi e articolati per soddisfare i bisogni aziendali.

A loro volta, i bisogni aziendali sono funzione degli stadi di sviluppo dell'azienda i quali sono sintetizzabili in quattro fasi:

1. fase di avvio
2. sviluppo
3. maturità
4. declino.

Alla luce di ciò, si parla di *seed financing* e *start up financing* quando gli interventi (c.d. di *early stage*) sono rivolti, rispettivamente, al finanziamento dell'idea e nelle prime fasi di avvio

² Charles Scribner's Sons; How To Rise Venture Capital, New York, 1980.

dell'azienda. Si fa riferimento in questi casi a imprese che presentano un profilo di rischio operativo elevato poiché ancora non presentano alcun prodotto o che, nel caso di interventi di finanziamento di una nuova impresa, richiedono ingenti capitali per l'industrializzazione e la realizzazione di funzioni aziendali elementari. Infatti, gli operatori coinvolti in questo tipo di iniziativa devono possedere un grado di *expertise manageriale* molto specializzata al fine apportare un know-how specifico richiesto dal settore merceologico in cui opera, o in cui intende operare, l'impresa target.

In queste prime fasi è quindi di fondamentale importanza il grado di progettazione e sperimentazione del prodotto (o servizio) nel mercato di appartenenza.

Seguendo lo sviluppo fisiologico delle imprese lungo il loro corso di vita queste presentano dei bisogni completamente diversi alle prime fasi di vita. In questo caso facciamo inizialmente un riferimento esplicito alla fase di sviluppo dell'impresa ed è anch'essa un momento delicato poiché richiede un finanziamento che non è più diretto a inserirsi nel mercato ma è, piuttosto, finalizzato ad accompagnare l'impresa nella sua fase di crescita e diretto all'implementazione di strategie che assicurino lo sviluppo sotto una moltitudine di aspetti (non solo di carattere economico-finanziario). È palese come, a questo punto, si parli di imprese già esistenti e operative nel mercato, seppur non a pieno regime.

Nelle prime fasi di sviluppo si è soliti usare il termine *expansion financing* per comprendere i finanziamenti indirizzati ad un aumento del capitale sociale, il quale può avvenire sostanzialmente secondo due modalità. In tal senso, se il capitale messo a disposizione dell'impresa viene utilizzato per incrementare la capacità produttiva allora si parla crescita per linee interne e inversamente, si ricorre a una crescita per linee esterne se il capitale è utilizzato per far fronte ad operazioni di *Mergers & Acquisitions* (fusioni e acquisizioni) di altre imprese operanti in settori a monte o a valle dell'impresa. In questo ultimo caso, il contributo degli operatori attivi è di fondamentale importanza al fine di ottenere benefici derivanti dall'inserimento nel mercato globale (internazionalizzazione) e/o dal completamento di una vasta gamma di prodotti e servizi offerti. Disponendo di un network globale, gli operatori garantiscono una più facile individuazione delle imprese da acquisire che meglio si addicono

all'impresa che intende espandersi per linee esterne, oltre al fatto di agevolare il processo di acquisizione tra due imprese che, molto spesso, presentano culture differenti³.

Prescindendo dallo stadio in cui versa l'impresa target, ci si riferisce ad interventi di *replacement capital* quando l'investimento è finalizzato a sostituire parte dell'azionariato che ormai non è più coinvolto nell'attività aziendale e che quindi non ha l'obiettivo di aumentare il capitale sociale. Ancora, la macrocategoria di buy out è comprensiva di una moltitudine di operazioni rivolte al riassetto dell'azionariato e del management ovvero, operazioni orientate al cambiamento della proprietà in favore di manager interni all'impresa target (*management buy in*) oppure in favore di soggetti estranei (*management buy out*) le quali vedono, nella prassi, un uso frequente della leva finanziaria come mezzo per l'acquisizione. In tal caso si parla di *leveraged buy out* (LBO) ed è una vera e propria tecnica di acquisizione in quanto non rappresenta una tipologia di investimento a sé stante. Nella fattispecie, il *leveraged buy out* (LBO) è una modalità di acquisizione che sfrutta la leva finanziaria ovvero, sono acquisizioni a seguito delle quali l'impresa target risulta avere un rapporto debito/equity maggiore rispetto alla situazione pre-operazione. Essendo operazioni di *buy out*, sono principalmente rivolte allo stravolgimento della proprietà dell'impresa target la quale subisce degli effetti anche sulla struttura del passivo, dovuti dall'utilizzo della leva finanziaria in quanto l'acquisizione è per la maggior parte finanziata attraverso l'impiego di capitale di debito (in genere derivante da istituti bancari), alleggerendo così l'esborso monetario iniziale del soggetto acquirente. Non tutte le imprese però possiedono le caratteristiche ottimali per ricorrere a questo tipo di finanziamento. Il profilo aziendale che gli investitori desiderano è di carattere puramente economico e di facile intuizione poiché un maggior debito, e quindi maggiori interessi passivi, richiedono dei flussi di cassa maggiori e costanti nel tempo per far fronte agli impegni assunti con soggetti terzi, apportatori di capitale. La consistenza dei flussi di cassa e la loro costanza nel tempo sono aspetti funzionali al rimborso del maggior debito e sono caratteristiche riscontrabili, nella maggior parte dei casi, in imprese operanti in mercati maturi nei quali detengono una quota di mercato rilevante e che presentano, allo stesso tempo, un potenziale di crescita elevato grazie all'apporto di know-how manageriale specifico nell'organizzazione delle funzioni aziendali. Un'operazione di LBO è quindi una modalità di acquisizione dell'impresa target che si sostanzia in quattro fasi, pertanto, nella prima si procede alla

³ A. Gervasoni; Finanza Alternativa Per l'Economia Reale; Guerini Next, 2021.

costituzione di una società veicolo detta *holding* o *newco* ed è una fase in cui gli operatori di private equity ed altri soggetti coinvolti apportano alla holding il capitale, il quale non coprirà integralmente il costo della partecipazione ma solo una piccola parte. La seconda fase, invece, si procede all'apporto del finanziamento all'impresa target (richiesto generalmente a istituti finanziari) e si tratta di un finanziamento non garantito poiché legato ad una società priva di qualsivoglia operatività (ovvero la holding). Questa fase è quindi il nucleo centrale delle operazioni di LBO in quanto, il finanziamento, risulta essere la parte di capitale più rilevante delle risorse utilizzate per coprire il costo della partecipazione. Una volta reperito il capitale necessario (in parte di rischio e per la maggiore di debito) si procede alla terza fase, ovvero l'acquisizione della società target e il versamento agli azionisti. La fase conclusiva prevede la fusione della società neocostituita con la target ed è la fase in cui si presentano gli effetti più importanti sulla struttura del passivo dell'impresa target. Con la fusione, infatti, figurerà nello stato patrimoniale della target anche il finanziamento concesso in capo alla holding il quale, una volta entrato nella disponibilità della target sarà, in tutto o in parte, uno strumento di debito garantito da asset pienamente operativi.

Ancora, tra le operazioni di buy out troviamo anche gli investimenti finalizzati alla ristrutturazione di imprese che versano in situazioni di crisi. Con il termine *turnaround* ci riferiamo a quel tipo di investimento di ristrutturazione che ha l'obiettivo di alzare la redditività dell'impresa che incontra difficoltà, di carattere finanziario e/o commerciale. In prima battuta si procede all'identificazione delle cause che hanno portato alla crisi della target per poi ristabilire gli squilibri finanziari, puntando all'equilibrio dei flussi di cassa attivi e passivi. Una volta trovato l'equilibrio finanziario, gli operatori nella fase successiva mirano, attraverso l'implementazione di strategie puramente industriali-commerciali, al riposizionamento della target nel mercato di riferimento.

Accanto a queste tipologie di investimento 'tradizionali', si sta recentemente vedendo la nascita di una nuova tipologia, ovvero quella mirata alle infrastrutture. L'investimento in opere infrastrutture rappresenta al giorno d'oggi uno strumento che suscita grande interesse per gli investitori istituzionali dal momento che offre un rendimento accettabile ed essendo de-correlato da altri asset presenta anche un profilo di rischio adeguato⁴. Generalmente, tale

⁴ A. Gervasoni; Finanza Alternativa Per l'Economia Reale; Guerini Next, 2021.

tipologia di investimento vede l'acquisizione di partecipazioni di controllo in infrastrutture relative a reti di trasporto e comunicazione, impianti energetici oppure istituzioni pubbliche relative all'istruzione e sanità.

L'investimento in infrastrutture si suddivide a sua volta in due grandi categorie:

1. *greenfield*, alla quale si inerisce il finanziamento rivolto alla costruzione di nuove opere di pubblico interesse
2. *brownfield* se invece l'opera pubblica è già esistente e, solitamente, sarà oggetto di un processo di privatizzazione.

La nascita di nuovi settori che presentano gradi di complessità sempre maggiori, la peculiarità delle nuove esigenze, finanziarie e no, in capo alle imprese e le problematiche a queste connesse, lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari da parte degli operatori attivi hanno fatto sì che una schematizzazione classica non sia più attuale con la prassi economica odierna. Piuttosto, si è giunti ad una classificazione, che meglio si presta ad esprimere i caratteri essenziali degli interventi di finanziamento con il capitale di rischio, basata su una macro-ripartizione che vede come criteri di segmentazione le fasi del ciclo di vita della target.

Si arriva così alla definizione di tre grandi categorie che meglio si addicono alla prassi attuale, ovvero:

1. investimento all'avvio
2. investimento dello sviluppo
3. investimento del cambiamento e trasmissione dell'impresa.

In linea generale, alle prime due categorie riconduciamo l'attività di *venture capital* la quale riguarda l'acquisizione di partecipazioni di minoranza, benché significative, mentre per ciò che riguarda la terza ed ultima categoria si è soliti definirla nell'ambito dell'attività di *buy out* che solitamente riguarda investimenti rivolti all'acquisizione di partecipazioni di maggioranza.

1.3 Il ricorso al private equity

Per un'impresa esistono molteplici motivazioni che possono spingerla a rivolgersi ad un operatore di private equity, le quali dipendono, come accennato nel paragrafo precedente, dalle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa stessa, dal mercato in cui questa si inserisce o in quello in cui vuole penetrare. Non solo, i motivi per i quali un imprenditore è spinto a ricercare un aiuto da parte di operatori specializzati non si esauriscono solo in favore di esigenze economico-finanziarie, ma anche grazie a motivazioni più personali e quindi non legate, per loro natura, ad aspetti squisitamente aziendali, benché inerenti.

Tra le principali finalità possiamo trovare, *in primis*, l'avvio di una nuova attività imprenditoriale. Nella maggior parte dei casi quando un aspirante imprenditore decide di avviare una nuova attività economica non possiede il capitale necessario per affrontare una sfida simile, benché vi sia un'idea valida e sfruttabile nel mercato. Il profilo di rischio in questo primo caso è decisamente elevato e preclude l'accesso a canali di finanziamento tradizionali (esempio tipico è il ricorso al capitale di debito da istituti bancari) o presuppone condizioni economico-finanziarie sfavorevoli all'imprenditore. Essendo una fase di avvio all'attività, molto spesso, gli operatori attivi nel PE forniscono anche supporto all'imprenditore per la stesura del business plan e quindi alla definizione dell'assetto strategico. Pur essendo un supporto nella fase embrionale dell'attività economica si possono già riscontrare gli elementi essenziali dell'attività del private equity ovvero l'apporto di due elementi chiave: il capitale necessario al funzionamento dell'azienda e il know-how utile all'organizzazione e all'impiego del capitale apportato.

Molto spesso il ricorso al private equity è spinto da una volontà dell'imprenditore di crescere da un punto di vista dimensionale. Si tratta in questo caso di un contributo fornito ad imprese già esistenti e operative in un mercato. Pertanto, abbiamo discusso nel paragrafo dedicato alle varie tipologie di investimento i benefici di una crescita sia per linee interne (incremento della capacità produttiva già in essere) oppure per linee esterne (acquisizioni e fusioni con altre imprese).

Un contributo fondamentale offerto dagli investitori istituzionali e dagli operatori di private equity è, talvolta, insito nella strategia di internazionalizzazione in favore di molte piccole e medie imprese italiane. L'internazionalizzazione è quel processo che porta un'impresa a raggiungere nuovi mercati (attraverso, per esempio, esportazioni) con l'obiettivo di effettuare nuovi investimenti in mercati stranieri e quindi di avere maggiori ricavi. In questa direzione, il contributo offerto alle imprese è di tipo non-finanziario, ovvero è rivolto ad ampliare il portafoglio di attività dell'impresa oggetto di internazionalizzazione attraverso la condivisione, da parte degli operatori di PE, di una rete di network e contatti al fine di raggiungere nuovi mercati. Benché il contributo fornito alle imprese (normalmente di dimensioni ridotte) sia di carattere tecnico si possono notare dei risvolti sul punto di vista economico-finanziario di queste imprese. Infatti, la strategia di internazionalizzazione ha portato, nella maggior parte dei casi, ad un incremento del vantaggio competitivo dovuto principalmente da una più ampia clientela e a una riduzione del rischio grazie alla maggiore diversificazione del portafoglio di attività dell'impresa⁵. Senza alcun dubbio, un migliore management per le operazioni all'estero e una rete di network efficace forniti dagli operatori giocano un ruolo fondamentale per ciò che riguardano gli aspetti tipicamente finanziari dell'impresa, infatti, la strategia di internazionalizzazione seguita dagli operatori specializzati di PE permette una maggiore performance dell'investimento effettuato all'estero, comportando un aumento dei prezzi e dell'*enterprise value*.

Ancora, il ricorso al private equity potrebbe essere propedeutico al processo di quotazione in borsa dell'impresa, infatti, una collaborazione con gli operatori di PE può stimolare e favorire il percorso che porta l'impresa alla quotazione in borsa.

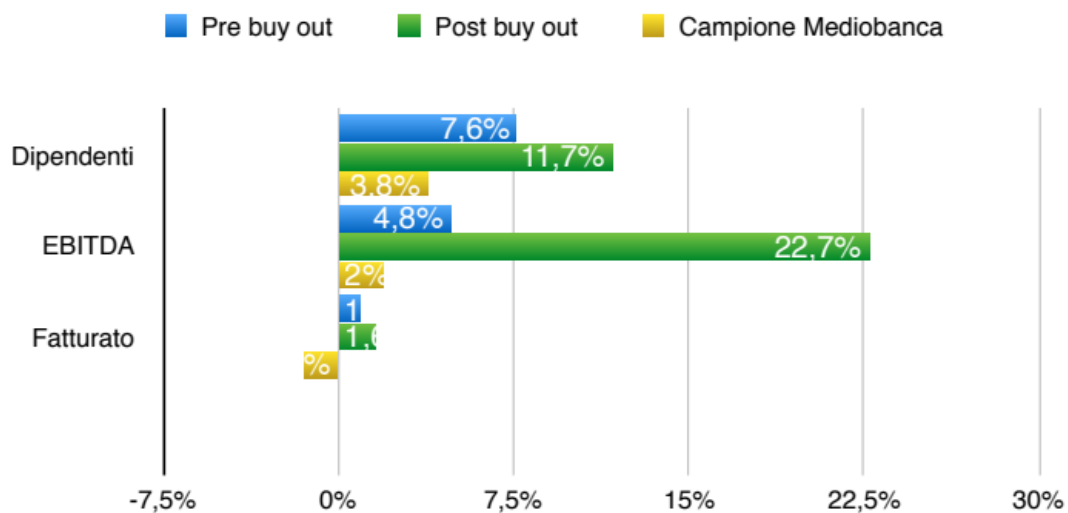
Il contesto italiano negli anni precedenti ha visto con diffidenza la collaborazione tra gli investitori ed operatori con il mercato borsistico definendo questo di rapporto come di tipo competitivo. Tuttavia, la realtà dei fatti evidenzia che oltre un terzo delle imprese che si sono quotate tra il 1995 e il 2006⁶ è stato affiancato da operatori di private equity, i quali risultano quindi essenziali specialmente per le piccole e medie imprese che decidono di inserirsi nel

⁵ A. Gervasoni; Finanza Alternativa Per l'Economia Reale; Guerini Next, 2021.

⁶ Banca d'Italia, Considerazioni Finali, assemblea ordinaria dei partecipanti, Roma 2007.

mercato finanziario della borsa italiana, il quale negli anni è stato per lo più limitato ad imprese di grandi dimensioni.

Effetti dell'attività di PE in Italia nel numero di occupati, EBITDA e fatturato



Fonte: INSEAD – LIUC, 2001

Innanzitutto, vi è da segnalare che l'interesse principale degli operatori ed investitori di private equity è la realizzazione di capital gain attraverso l'aumento del valore dell'impresa target, presupponendo quindi un andamento positivo degli affari. Per la società, titolare di interessi non dissimili da questi, che intende quotarsi in borsa risulta vantaggioso il ricorso al private equity, in quanto funzionale alla quotazione e che contribuisce positivamente all'innalzamento della qualità delle imprese prossime alla quotazione. Ciò è possibile anche grazie al miglioramento degli aspetti di governance e trasparenza, ma soprattutto grazie alla guida di personale qualificato ed esperto che si prefissa obiettivi economici e finanziaria rivolti esclusivamente alla massimizzazione del valore della società ormai quotata. Uno studio condotto nel 2006⁷ mette in luce come circa il 50% delle quotazioni avvenute dal 1998 e il 2004 nel *London Stock Exchange* siano state opera di operatori di private equity e che tali società abbiano visto un andamento del titolo nel primo anno dopo l'operazione di IPO

⁷ Oxera; *The London Market and Private Equity-Backed IPO's*; Oxford, March 2006.

nettamente superiore rispetto alla media delle società quotate nello stesso periodo di riferimento.

In tal senso, la capacità di questi operatori risiede nel contenere i costi legati alla quotazione oltre alla condivisione di una forte esperienza in tema di accompagnamento alla quotazione, utile a definire le procedure ottimali e il timing. La presenza di *private equity investor* nell'azionariato della società che intende quotarsi costituisce un vero e proprio driver di valore, capace di influenzare positivamente il fair value alla quotazione. Non solo, una partnership di questo genere implica un contenimento dei costi inerenti alla quotazione in borsa ed il contenimento del fenomeno dell'*underpricing* facendo sì che il processo di *initial public offering* (IPO) risulti efficiente e rispettoso del criterio di economicità⁸. Sebbene nella prassi la quotazione in borsa risulti un canale marginale di uscita dell'investimento, gli aspetti di efficienza ed economicità sono aspetti tutt'altro che secondari dal momento che le regole di governance, generalmente imposte dagli operatori di private equity, educano il management ad anticipare gli adempimenti necessari per l'entrata nei mercati regolamentati. Tra queste regole quali, ad esempio, una maggior trasparenza generale o la semplice certificazione dei bilanci societari, rappresentano uno strumento essenziale in grado non solo di agevolare il processo di quotazione ma anche di ridurre gli svantaggi stimolando così l'accesso dell'impresa target nei mercati regolamentati.

È ormai ampiamente diffusa l'opinione secondo la quale il contributo degli operatori di private equity sia di fondamentale importanza anche al presentarsi di situazioni patologiche tipiche dell'impresa in crisi. Quando un'impresa riversa in una situazione di crisi, che sia sotto un punto di vista finanziario o anche strategico, rivolgersi ad operatori specializzati può comportare notevoli benefici. Il ricorso al private equity in questi casi è spinto non solo dal voler risolvere una situazione di crisi di tipo economico-finanziario ma anche da un punto di vista strettamente manageriale. In questo ultimo caso si fa riferimento ai casi in cui la proprietà ha intenzione di affrontare il ricambio generazionale oppure di volersi semplicemente riorganizzare. È ben chiaro come il tessuto imprenditoriale italiano, specie se prendiamo come riferimento le piccole-medie imprese, sia connotato da una forte presenza di aziende di carattere familiare⁹, le quali si trovano molto spesso a dover affrontare il

⁸A.Meles; Private Equity e Quotazione in Borsa: struttura dei costi e prezzo di collocamento, 2010.

⁹ A. Gervasoni; Finanza Alternativa Per l'Economia Reale; Guerini Next, 2021.

problema del ricambio generazionale. Il ruolo degli operatori di private equity nel piano di successione è determinante, senza il quale, nella maggior parte dei casi si arriverebbe alla chiusura dell'azienda oggetto di ricambio generazionale. Uno studio condotto dall'EVCA su un campione di 1.645 operazioni di buy out tra il 1994 e il 2003, ha evidenziato che nel 58% dei casi analizzati il fondo di private equity abbia giocato un ruolo essenziale nella successione d'azienda¹⁰. Vi sono molteplici motivazioni. *In primis*, il contributo degli operatori di private equity è risultato fondamentale al presentarsi di successori inadeguati o addirittura inesistenti, in favore di un processo di ricambio tempestivo e facilitato. Questa evidenza è stata poi confermata da uno studio incentrato esclusivamente italiane¹¹ ha ribadito come gli imprenditori intervistati abbiano notato alcune opportunità di miglioramento dell'operazione di buy out in termini di velocità e trasparenza dello stesso.

¹⁰ EVCA, *Private Equity and Generational Change: The Contribution of Private Equity to the Succession of Family Business in Europe*, 2005.

¹¹ F. Buttignon, M. Vedovato, P. Bortoluzzi, A. Gervasoni, R. Del Giudice, F. Sollazzi, C. Soppelsa, *Family business investor buyouts: The Italian case*, Working Paper, University of Padova, 2005.

1.4 Le performance economiche dell'attività di private equity in Italia

L'impatto economico del private equity in Italia e la creazione di valore che ha comportato e che continua a comportare è un aspetto di primaria rilevanza ai fini dell'analisi di questa categoria di investimento in capitale di rischio. Vi è da fare innanzitutto una precisazione. Sul piano aziendale, la semplice possibilità di ricorrere al capitale di rischio da parte di operatori specializzati è solo uno degli aspetti tipici di questa attività, benché preponderante, ma non esaustivo di questa categoria.

Certamente, il sostegno finanziario in capo alle imprese italiane è rivolto alla creazione di valore e consente di reperire capitale "paziente"¹², il quale può e deve essere impiegato ai fini della programmazione e organizzazione delle fasi di start up, per pianificare uno sviluppo aziendale, per implementare nuove strategie, per procedere ad acquisizioni aziendali, per risollevere situazioni di crisi, per fronteggiare passaggi generazionali e per altri processi tipici del ciclo di vita dell'impresa.

Limitarsi ad affermare che il compito degli operatori di private equity e degli investitori istituzionali si esaurisce con il semplice apporto di capitale di rischio nell'impresa target è estremamente riduttivo. Infatti, come abbiamo avuto modo di anticipare nei precedenti paragrafi, il *quid pluris* nelle operazioni di private equity risiede, talvolta, nell'apporto di know-how manageriale specifico per l'impresa target. A tal proposito, operatori e soci istituzionali mettono a disposizione le loro conoscenze, la loro esperienza e le loro virtù al fine di raggiungere gli obiettivi di crescita e sviluppo che, insieme con l'imprenditore, si sono prefissati. Da un punto di vista pratico, la condivisione di know-how manageriale si traduce, innanzitutto, nella possibilità di supportare la crescita dell'azienda attraverso una rete di contatti, investimenti e collaborazioni con altre realtà imprenditoriali appartenenti allo stesso settore merceologico o anche ad altri settori. In questa direzione, la profonda esperienza posseduta e condivisa dall'investitore istituzionale e dagli operatori specializzati offre notevoli vantaggi che si traducono in una maggiore rapidità ed efficienza con le quali l'impresa riesce ad entrare nuovi mercati e quindi ottenere quote di mercato sempre più ampie. Ancora, le più

¹² A. Gervasoni, F.L. Sattin; Private Equity e Venture Capital; Guerini Next, 2015.

recenti prassi attuate dal socio istituzionale e il prestigio che egli comporta, concorrono molto spesso a dare una migliore immagine nei confronti dei mercati finanziari e no, infatti, ricorrere a questo tipo di finanziamento aiuta l'impresa ad ottenere uno standing creditizio migliore nei confronti degli istituti bancari.

Generalmente parlando, alle imprese che vedono la partecipazione di *private equity investors* sono riconducibili performance economiche nettamente superiori se confrontate con altre realtà imprenditoriali che non sono oggetto di questo tipo di investimento, comportando un beneficio al sistema economico nella sua interezza. In prima battuta possiamo quindi affermare che l'attività di private equity contribuisce alla crescita dell'intero sistema industriale italiano e quindi dell'economia nel suo complesso, divenendo quindi un ottimo strumento per il sostegno delle economie locali.

Un'attenzione particolare merita lo studio effettuato da LIUC-INSEAD del 2001¹³ che, seppur datato, ben rappresenta l'impatto economico nel sistema economico-industriale italiano delle operazioni di private equity. Nel dettaglio, l'oggetto di questa analisi riflette le performance delle operazioni di management leveraged buy out in termini di EBITDA, numero di dipendenti impiegato e volume d'affari di 101 imprese italiane di dimensioni medio-piccole. A tal proposito il 65% delle operazioni di buy out poste in essere ha coinvolto società che presentano un volume d'affari inferiore a 50 milioni di euro e per più del 33% dei casi inferiore ai 25 milioni di euro.

Ciò che risulta da questo studio va ad avvalorare quanto appena detto in quanto le operazioni di management leveraged buy out hanno comportato un impatto marcatamente positivo sulle imprese target, il quale emerge sotto due profili:

- il primo è di carattere interno all'impresa ovvero, se confrontiamo le performance prima e dopo le operazioni di buy out, possiamo individuare come il know-how manageriale apportato dai soci istituzionali, tipicamente di maggioranza, influenza positivamente la redditività dell'impresa. Ciò è evidente dal confronto dell'EBITDA pre e post operazione e dello stesso se paragonato al fatturato. Il risultato operativo lordo, infatti, ha visto una crescita maggiore rispetto al fatturato e da ciò ne consegue un

¹³ LIUC-INSEAD, L'impatto Economico dei Management Leveraged Buy Out, AIFI, 2001.

maggior rapporto EBITDA/ricavi di vendita e quindi una maggior capacità dell'impresa di generare margine.

- il secondo profilo, invece, è di carattere esterno in quanto il confronto avviene con imprese che non sono partecipate da private equity. Anche qui, si evidenzia un risultato positivo sia in termini di EBITDA che di volume d'affari spiegato dalla presenza di operatori e nuovi soci/investitori che operano in favore di una maggior efficienza strategica e finanziaria

Ancora, per avere una prospettiva più estesa circa l'impatto sulle performance aziendali che comporta l'attività di private equity è necessario confrontare gli stessi parametri (fatturato, EBITDA e numero di occupati) tra le imprese che ricorrono al private equity rispetto ad un benchmark formato da piccole-medie imprese che non sono oggetto di questo tipo di investimento. A tal proposito, AIFI in collaborazione con PwC, ha realizzato una ricerca su un campione di 70 società italiane (38 investimenti di venture capital e 32 di buy out) che sono state oggetto di disinvestimento da parte di operatori di private equity tra il 2002 e il 2004¹⁴. Anche in questo caso i risultati emersi da questo studio dimostrano come la partecipazione del private equity favorisca sensibilmente le performance delle aziende rispetto a quelle che non ne sono partecipate. In particolare, è emerso che:

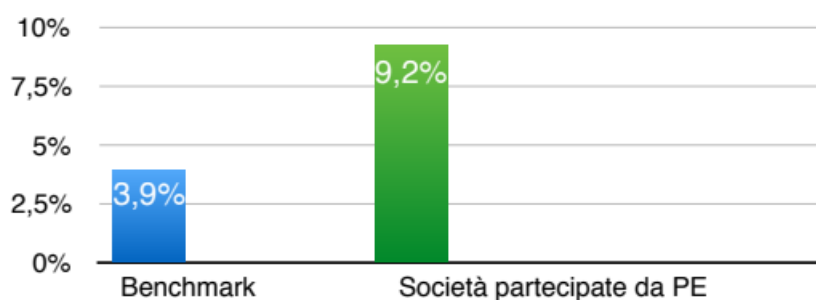
- le imprese oggetto di operazioni di buy out hanno visto aumentare il fatturato verso l'estero del 48,8% rispetto al momento dell'acquisizione, con un *holding period* medio pari a 3 anni e 4 mesi;
- incremento medio del fatturato vicino al 30% rispetto al momento di acquisizione¹⁵;
- le imprese operanti nel settore dei beni industriali hanno aumentato la quota di esportazioni ad un tasso di crescita del 14%, di gran lunga superiore se paragonato al settore a quello del settore di beni di consumo e servizi (solo 6%).

¹⁴ The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy; PriceWaterhouseCoopers, 2006.

¹⁵ A. Gervasoni, F.L. Sattin; Private Equity e Venture Capital; Guerini Next, 2015.

Una più recente ricerca effettuata da AIFI e PwC nel 2014¹⁶ ha confermato quanto detto in precedenza analizzando valori aziendali critici quali fatturato, EBITDA e occupazione. Ciò che sorprende positivamente è il tasso annuo di crescita composto (o CAGR%) del fatturato delle imprese oggetto di analisi. In tale direzione, lo studio condotto su 393 imprese italiane oggetto di disinvestimento da parte di operatori di private equity tra il 2003 e il 2012 ha segnalato un'ottima performance rispetto al campione di Mediobanca nello stesso periodo di riferimento, pertanto le società partecipate da private equity hanno registrato una crescita media annua del fatturato del 9,2%, contro una crescita del 3,9% del campione di riferimento.

Crescita annua media in termini di fatturato delle imprese PE backed rispetto al campione Mediobanca



Fonte: AIFI, PwC

Un'ulteriore ricerca realizzata dall'Università Cattaneo - LIUC avente ad oggetto il grado di innovazione, internazionalizzazione e capitale umano ha approfondito il ruolo del private equity circa la sua capacità di generare valore "strategico" nelle aziende. In particolare, questo studio, attraverso l'analisi del deposito di brevetti e marchi, ha evidenziato una maggior capacità di innovare delle imprese partecipate dal private equity rispetto alla media nazionale. Infatti, sono depositari di brevetti oltre il 25% delle imprese oggetto di analisi, contro una

¹⁶ The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy; PriceWaterhouseCoopers, 2014.

media nazionale inferiore al 5%. Risultati analoghi sono riscontrabili anche per quanto riguarda i marchi¹⁷.

¹⁷ A. Gervasoni; Finanza Alternativa Per l'Economia Reale; Guerini Next, 2021.

1.4.1 La definizione del prezzo e dell'*Enterprise Value* nelle operazioni di private equity

Numerosi principi e metodi di valutazione di aziende e partecipazioni in società evidenziano come prezzo ed *Enterprise Value* siano due grandezze diverse, che necessitano di strumenti diversi per la loro determinazione e quindi non sempre portano a risultati uguali, proprio per la presenza di fattori che influenzano differentemente il calcolo delle due grandezze.

In prima battuta si può affermare che la letteratura economica classica riconduce il concetto di valore dell'impresa a quello di capitale economico della stessa. Tale concetto si inserisce in un quadro decisamente meno ampio rispetto a quello di prezzo in quanto il capitale economico è semplice espressione di una valutazione "generale, razionale, dimostrabile e, possibilmente, stabile"¹⁸. A differenza del valore di mercato, il valore dell'impresa così definito sembra quindi prendere come prima approssimazione i valori esposti nei documenti di bilancio, i quali vengono rielaborati al fine di pervenire ad un valore "*stand alone*", ovvero considerando le semplici dotazioni dell'azienda, oggetto di scambio, e suscettibili di generare valore interno all'impresa, senza quindi prendere in esame alcun fattore esterno come, per esempio, sinergie operative, fiscali o finanziarie. La valorizzazione del capitale economico di un'impresa avviene quindi "in normali condizioni di mercato ed è il valore che può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi a eventuali negoziazioni"¹⁹.

Così valorizzato, il capitale economico non risulta influenzato da fattori e variabili esterni che, per loro natura, sono incontrollabili dalle parti che si inseriscono nel deal, tantomeno non rientrano in questo tipo di valutazione i possibili elementi soggettivi e psicologici tra cedente e cessionario in quanto sono in grado di modificare sensibilmente il valore di scambio.

Tuttavia, il concetto di capitale economico, pur partendo come base di calcolo da elementi contenuti nel bilancio dell'impresa oggetto dell'affare, deve altresì riflettere in maniera oggettiva la capacità intrinseca dell'impresa di generare valore da parte del management. Ciò

¹⁸ A. Gervasoni, F.L. Sattin; *Private Equity e Venture Capital*; Guerini Next, 2015.

¹⁹ *Principi e Metodi nella Valutazione di Aziende e Partecipazioni Societarie*; Egea, Milano, 1989.

rende necessario dover considerare, in sede di valutazione aziendale, elementi esterni al deal e per la maggior parte legati al mercato di riferimento.

In realtà, valore economico e prezzo, sono due concetti consecutivi, benché espressivi di diversi fenomeni, ed entrambi necessari per effettuare una valutazione d'azienda puntuale, corretta e più aderente al contesto.

Sul piano teorico, condurre puntualmente ed oggettivamente una valutazione d'azienda significa individuare un valore corretto, detto *fair value*, che risulta essere identificativo della società target e considerevole di elementi sia interni alla società sia elementi esterni alla stessa, ovvero "il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività di una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione".

In termini pratici però, il valore corretto e frutto di una valutazione teorica risulta essere diverso da quello che le parti effettivamente impongono per la realizzazione dello scambio. In questo ultimo caso facciamo riferimento al concetto di valore corrente, approssimativamente uguale al concetto di prezzo, il quale è espressivo di qualsiasi forza di mercato. Guatri nel "Trattato sulla valutazione delle aziende" definisce il prezzo come "grandezza stimata a mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi e talora di quantità stock, legate a mezzo di formule: in parte perciò sono opinioni."

Per comprendere a pieno le differenze tra le due fattispecie basti pensare ai prezzi definiti nei mercati regolamentati, influenzati giornalmente da una moltitudine di fattori, rispetto ai valori calcolati secondo tecniche valutative teoriche. I prezzi di borsa, infatti, espressione di molteplici variabili, risultano essere diversi rispetto al *target price*, frutto di una sola valutazione astratta e teorica.

I metodi di valutazione d'azienda preferibilmente utilizzati dagli operatori di private equity scardinano parzialmente il concetto di valutazione del capitale economico poiché, nelle transazioni di private equity, il valore di scambio della società target è costituito dal prezzo effettivamente applicato nel deal. Ciò non significa dover abbandonare completamente una valutazione teorica, ma ridurla ad un semplice fase "preliminare" e propedeutica per la determinazione del prezzo finale, comprensivo quindi di aspetti qualitativi quali, ad esempio,

il potere negoziale delle parti in causa, le dinamiche negoziali tra queste e le potenziali sinergie. Infatti, si parla di “prezzare” un’impresa più che valutarla.

Così facendo si arriva ad una valutazione finale (data dal prezzo, non dal valore di mercato o dal capitale economico) espressiva di semplici calcoli basati su dati reali, la quale verrà influenzata dall’applicazione di uno o più parametri identificativi delle forze di mercato. Si fa esplicito riferimento all’applicazione del metodo dei multipli di mercato per la determinazione dell’*Enterprise Value*, il quale risulta ancora oggi lo strumento più diffuso nella prassi valutativa internazionale nelle operazioni di private equity.

1.4.2 La valutazione attraverso i multipli

Come abbiamo avuto modo di accennare nel precedente paragrafo, la determinazione dell'*Enterprise Value* attraverso i multipli risulta indubbiamente il metodo più diffuso nelle operazioni di private equity date le caratteristiche di semplicità, immediatezza di calcolo e lettura, facilità nell'identificazione dei parametri di riferimento e infine permette agevolmente la costruzione di benchmark di settore. Infatti, negli ultimi 20 anni si è registrato in Italia un uso sempre più crescente di questo metodo, basato su risultanze e dati di mercato, sebbene altri metodi, per esempio il metodo *Discounted Cash Flow* (DCF), siano più adeguati in quanto permettono una stima espressiva non solo dei flussi di cassa attualizzati, ma anche del profilo di rischio dell'impresa oggetto di valutazione. Tuttavia, è doveroso aggiungere che il metodo tradizionale DCF richiede un impiego di tempo e mezzi non indifferente, se paragonato alla metodologia dei multipli di mercato.

Seppur presenti non poche criticità d'impiego in termini di comparabilità e di calcolo, è utile evidenziare come sia un metodo largamente utilizzato per valutare le aziende in una fase avanzata del loro ciclo di vita e quindi si presta ad essere utilizzato per le operazioni di buy out in aziende già avviate.

Una prima difficoltà che si incontra nella valutazione dell'*Enterprise Value* attraverso il calcolo dei multipli è data dalla definizione del multiplo stesso ovvero, è fondamentale chiedersi in prima istanza quale sia il multiplo, tra i tanti, che meglio rappresenta il valore dell'azienda, oggetto di valutazione. Definita così tale grandezza, è necessario poi interrogarsi su quale sia il criterio di selezione nella scelta delle *comparables* (settore di appartenenza o pochi *competitors*, redditività, dimensione aziendale e tasso di crescita), ponendosi poi il problema di quale grandezza debba essere utilizzata per la stima del multiplo medio, ovvero se impiegare la media aritmetica, media armonica o la mediana²⁰ per il set di *comparables*, in modo tale che la stima non risulti distorta. Ad ogni modo, la logica che deve permeare la valutazione aziendale impone di scegliere quelle grandezze che sono in grado di sintetizzare i

²⁰ B. Fianza; Efficacia nelle Valutazioni del Metodo dei Multipli di Mercato. Una Verifica Empirica sul Mercato Italiano.

driver di valore dell'impresa, non limitandosi alla sola applicazione di metodi confermati dalla prassi finanziaria ma, piuttosto, incentrando la propria valutazione su indicatori adatti al contesto specifico favorendo così la coerenza nella valutazione. Quest'ultimo concetto rappresenta quindi l'essenza del metodo, ancor prima dei calcoli di per sé molto semplici, ovvero saper ricavare e rielaborare i dati di bilancio e le relative grandezze.

Pertanto, anche testare la bontà del multiplo è una condizione necessaria ai fini di una valutazione coerente. In tal senso, si è recentemente diffuso il metodo finalizzato al calcolo del *c.d. "errore di valutazione"*²¹ dato dalla differenza percentuale tra l'*Enterprise Value* stimato attraverso il multiplo e il valore effettivamente osservato nel campione dalle *comparables*. L'individuazione dell'errore di valutazione risulta particolarmente agevole quando i valori osservati ineriscono a società quotate mentre risulta più complicato quando l'oggetto di analisi sono piccole e medie imprese. Tuttavia, recentemente sono cresciute sotto il profilo quantitativo le indagini di mercato che hanno per oggetto proprio le piccole e medie imprese²².

Dunque, inquadrare il multiplo più efficace, ovvero quel multiplo che conduce a valutazioni più significative, è un aspetto di notevole rilevanza, infatti, dal punto di vista teorico esistono una pluralità di multipli che assumono come base di calcolo diversi dati di bilancio e che rispondono ad esigenze valutative differenti, onerando l'analista dell'individuazione del "*best value driver*" che meglio esprime il valore dell'impresa target. Tra questi troviamo il volume di affari (*sales*), i margini operativi (sia al lordo che al netto degli ammortamenti) quali dati espressivi della capacità reddituale dell'impresa oggetto di analisi e comunque indistintamente rivolti alla determinazione dell'*Enterprise Value* (EV), il quale viene definito come la somma tra il valore dell'equity e l'ammontare del debito finanziario, dato dalla posizione finanziaria netta (o PFN). In merito alla posizione finanziaria netta, vi è da segnare che assume segno positivo quando è negativa (ovvero i debiti finanziari eccedono le disponibilità liquide della cassa) e viceversa assume segno negativo se la cassa è maggiore dei debiti finanziari. Tale somma (equity più PFN) viene anche detta *all in price*, in quanto l'equity (o *shareholders value*) risulta essere il prezzo pagato agli azionisti/soci che intendono cedere

²¹ B. Fidanza; Efficacia nelle Valutazioni del Metodo dei Multipli di Mercato. Una Verifica Empirica sul Mercato Italiano.

²² Si veda "Dati Cumulativi di 2,140 Società Italiane", Dipartimento di Ricerca di Mediobanca.

la proprietà, maggiorato dei debiti in essere al momento della vendita e che il cessionario si accolla. La determinazione dell'*Enterprise Value* delle *comparables* risulta quindi uno step fondamentale per procedere all'analisi del valore dell'azienda, pertanto:

$$EV = \text{shareholders value (valore dell'equity)} + \text{PFN} \quad (1)$$

Il valore dell'azienda così calcolato viene in seguito rielaborato attraverso le grandezze proprie dell'impresa che intendiamo assumere come parametro quali, per esempio, fatturato, EBITDA o EBIT, al fine di calcolare i multipli di mercato per ogni *comparable*. Per completezza è corretto segnalare la presenza di molteplici grandezze non solo economico-reddituali, ma anche patrimoniali e finanziarie che spesso vengono impiegate nel calcolo dei multipli (per esempio *Price/Earnings*, *Price/Book Value*, *Price/Equity*, *Price/Sales*, *Prezzo/Attivo*).

Da un punto di vista pratico, i metodi che impiegano grandezze reddituali risultano essere i più diffusi per il calcolo dei multipli. Infatti, i multipli basati sugli utili e sui margini operativi portano ad errori di valutazione trascurabili in particolare quando l'oggetto di analisi sono piccole e medie imprese, specie se appartenenti ai settori di trasformazione industriale, mentre risulta poco significativo, in questo caso, i multipli in ottica equity, come per esempio il multiplo *Price/Book Value*. Invece, per la valutazione di imprese operanti nel settore immobiliare, bancario e assicurativo, risponde con maggiore adeguatezza il multiplo *Price/Book Value* rispetto ai multipli che basano i propri calcoli sui flussi di cassa²³.

Nel caso adottassimo il margine operativo netto come parametro, ovvero l'EBIT, il multiplo è così formulato:

²³ B. Fidanza; Efficacia nelle Valutazioni del Metodo dei Multipli di Mercato. Una Verifica Empirica sul Mercato Italiano.

$$\text{EBIT multiplo} = (\text{shareholders value} + \text{PFN}) / \text{EBIT} \quad (2)$$

L'esempio appena esposto prende come grandezza di riferimento l'EBIT dell'impresa target, il quale può essere frutto di un calcolo basato su dati storici dell'impresa, oppure derivanti da un'analisi prospettica dei flussi dell'azienda oggetto di valutazione. Vi è da segnalare come le preferenze di utilizzo di una grandezza rispetto ad un'altra per il calcolo del multiplo rispondano ad esigenze diverse. Nell'esempio appena proposto ho voluto appositamente utilizzare il margine operativo in quanto è forse l'indicatore meglio rappresentativo della capacità reddituale dell'azienda e quindi di generare margine attraverso le attività di vendita e produzione, a differenza del semplice fatturato che considera quanto è stato venduto, con gli opportuni adattamenti, nel periodo di riferimento.

Nelle operazioni di *buy out*, invece, è necessario procedere al calcolo del valore dell'equity attraverso i multipli in quanto rappresenta il corrispettivo per l'acquisizione della proprietà oppure, nel caso di un aumento del capitale sociale, è fondamentale per pervenire ad una valorizzazione dell'azienda finalizzata a stabilire la quota percentuale di partecipazioni detenute dall'investitore, a seguito dell'aumento del capitale sociale. Così facendo, è possibile determinare lo *shareholders value* agendo in modo inverso a quanto detto per il calcolo del multiplo ovvero sottraendo dall'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta, infatti:

$$\text{Shareholders value} = (\text{EBIT} \times \text{multiplo}) - \text{PFN} \quad (3)$$

Il calcolo dei multipli è quindi uno strumento che assume un'importanza lungo tutto il processo di investimento e non solo durante la fase valutativa dell'impresa target. Pertanto, è importante prendere in considerazione le determinanti dei multipli anche durante la

valorizzazione dell'investimento e non solo durante le prime fasi, ovvero quella di valutazione e fattibilità dell'investimento.

Benché siano presenti una moltitudine di regole empiriche e difficilmente rappresentabili che vanno ad influenzare il prezzo finale di un'azienda (un esempio è il potere contrattuale delle parti), è ragionevole pensare che, anche in fase di dismissione dell'investimento, questo venga valutato, da altri operatori, secondo il metodo dei multipli.

Partendo dal presupposto che lo scopo primario degli investitori istituzionali e degli operatori di private equity sia quello di realizzare un *capital gain* è quindi necessario, a tal fine, agire sulle componenti che incidono sul calcolo del multiplo.

Facendo sempre riferimento all'esempio proposto precedentemente, sarà necessario agire sul margine operativo (EBIT) e sulla PFN in modo tale che questi risultino diversi al momento dell'exit strategy, in modo tale da realizzare una plusvalenza. Per far ciò sarà quindi necessario:

- migliorare i margini agendo sul fatturato e/o riducendo i costi di produzione, incrementando così il margine operativo il quale a sua volta inciderà positivamente sul valore dell'equity, espressivo di una maggiore capacità reddituale
- ridurre l'ammontare di debiti finanziari fino a rendere negativa, quantomeno nulla, la posizione finanziaria netta (più disponibilità liquide rispetto ai debiti finanziari) la quale aumenterà il valore dell'equity.

In merito al secondo ed ultimo punto vi è da fare una considerazione aggiuntiva, ovvero un'impresa è tanto capace di ripagare i debiti finanziari quanto è maggiore la sua capacità di generare flussi di cassa. Il miglioramento dei margini è quindi funzionale non solo ad incidere direttamente sul calcolo del multiplo ma, indirettamente, incide anche sull'ammontare dei debiti finanziari in essere al momento della valutazione. Pertanto, tassi di crescita positivi del fatturato e miglioramento della capacità reddituale (misurata come rapporto percentuale tra margine operativo e fatturato) sono variabili che influenzano in prima battuta la redditività

dell'azienda e in seguito la *debt capacity*. Quest'ultimo aspetto è tutt'altro che secondario, in quanto è cruciale per garantire il normale funzionamento dell'impresa.

Tale circolo virtuoso è quindi una condizione auspicabile non solo nel momento della dismissione dell'investimento ma anche durante tutto l'*holding period* in quanto il metodo dei multipli si è rivelato un valido strumento attraverso il quale è possibile stabilire approssimativamente il valore d'uscita dell'investimento.

Ricapitolando, con particolare menzione per le imprese non quotate, il processo di valutazione aziendale attraverso la metodologia dei multipli di mercato consta di pochi e semplici passaggi, così sintetizzabili:

- selezione del multiplo che esprima il *best value driver* e un adeguato campione di aziende comparabili con quella oggetto di valutazione;
- calcolo dell'*Enterprise Value* di ogni *comparable*, privato dei benefici fiscali derivante dal debito al fine di pervenire ad un multiplo *unlevered*;
- calcolo della media (o mediana) dei multipli *unlevered* dei *comparables*;
- individuato il multiplo medio deleverato lo si moltiplica per la grandezza economico/patrimoniale dell'azienda oggetto di valutazione (esempio, EBIT) giungendo all'*Enterprise Value unlevered*;
- infine, il valore dell'*equity* sarà dato dalla somma del valore *unlevered* e i benefici fiscali derivanti dal debito, privato della posizione finanziaria netta nel caso di multipli *asset side* come nell'esempio proposto.

In ultima istanza è interessante evidenziare le variabili che vanno ad incidere sulla determinazione del multiplo nelle operazioni di private equity a livello macroeconomico. Infatti, la dinamica italiana dei multipli del private equity è connotata da una maggiore variabilità rispetto alla media generale del mercato in quanto risulta essere influenzata dall'andamento del mercato del debito, dalle disponibilità liquide in capo ai fondi di private equity, oltre che dalla valutazione generale del *country risk*. Infatti, le medie annuali dei

multipli EV/EBITDA nelle operazioni di *management buy out* nel periodo compreso tra il 2000 e il 2012 presentano delle forti oscillazioni, specie se confrontate con il mercato generale. Pertanto, troviamo un minimo nel 2000 pari a 4,5x mentre nel 2007 viene registrato un massimo pari 7,8x, ovvero un aumento percentuale pari al 73% circa, solo in parte spiegato dall'andamento generale dei mercati finanziari²⁴.

²⁴ F. Sottrici; Venticinque Anni di Private Equity in Italia: Evoluzione e Caratteristiche dall'Origine ai Giorni Nostri, 2013.

1.4.3 La misurazione delle performance dei fondi di private equity

La misurazione delle performance dei fondi di private equity è indubbiamente un aspetto cruciale per la valutazione del portafoglio gestito dagli investitori e dagli operatori specializzati. La misurazione della redditività di un fondo risponde a finalità diverse, benché tutte rivolte alla valutazione in generale dell'investimento effettuato. Infatti, il processo di valutazione e misurazione delle performance del singolo fondo di private equity è rivolto al controllo del fondo sotto il piano strategico in quanto misurare e valutare significa verificare l'andamento del portafoglio lungo tutta la sua vita.

La finalità primaria dell'attività di private equity, come abbiamo già detto, è quella di ottenere elevati tassi di rendimento dall'investimento in un orizzonte temporale di medio periodo²⁵. A tal fine, saper valutare e misurare adeguatamente le performance del portafoglio è un aspetto fondamentale lungo tutto il ciclo di vita di un fondo, dalla raccolta del capitale sino alla dismissione totale delle partecipazioni, prendendo in considerazione non solo gli investimenti effettuati, ma anche quelli di prossima realizzazione. E' quindi una verifica della capacità del gestore del fondo di saper individuare le opportunità di investimento con maggiori rendimenti, gestirle adeguatamente per poi dismettere le attività nel momento più opportuno.

In generale, la misurazione delle performance non ha solo la finalità di controllo dell'investimento ma risponde anche ad esigenze di comparabilità del singolo operatore con gli altri dello stesso settore. Pertanto, la performance del fondo di private equity può essere calcolata sia a livello di singolo operatore che per l'intero settore.

Per procedere quindi all'analisi della performance nell'ambito degli investimenti in capitale di rischio troviamo una moltitudine di indicatori ma uno su tutti si è diffuso maggiormente nella prassi finanziaria. In questo caso facciamo riferimento al metodo dell'*Internal Rate of Return* (o IRR) il quale esprime il tasso di rendimento composto annuo che eguaglia la somma dei flussi di cassa attualizzati in uscita, come per esempio il *cash out* dato dall'investimento

²⁵ P.D. O'Hara; *The Total Business Plan*; John Wiley & Sons; New York, 1995.

iniziale, alla somma dei flussi di cassa attualizzati in uscita dati, per esempio, dai *cash in* derivanti dalla distribuzione dei dividendi, dalla dismissione degli investimenti e, infine, dal *Net Asset Value* del portafoglio. Sebbene la prassi imponga questo tipo di misurazione nell'intervallo compreso tra l'acquisizione delle attività e la loro dismissione²⁶, l'IRR assume pieno significato solo al termine della vita del fondo in quanto, solo in questo momento, sarà possibile inserire nel calcolo anche i flussi di cassa in entrata.

Volendo considerare flussi di *cash in* e *cash out* mensili, l'IRR è dato dalla soluzione della seguente equazione:

$$\frac{NAV_N}{(1 + IRR_m)^i} + \sum_{i=0}^N IN_i / (1 + IRR_m)^i = \sum_{i=0}^N OUT_n / (1 + IRR_m)^i$$

Pertanto, se il *Net Asset Value*, attualizzato al tasso mensile $(IRR_m)^i$ viene trattato come una parte del flusso di cassa finale in entrata, il calcolo dell'IRR può essere così semplificato:

$$\sum_{i=0}^N \frac{IN_i - OUT_i}{(1 + IRR)^i}$$

Il tasso interno di rendimento così calcolato ha poi bisogno di essere riportato su base annua grazie alla seguente formula:

$$IRR_A = (1 + IRR_m)^{12} - 1$$

²⁶ A. Gervasoni, F.L. Sattin; *Private Equity e Venture Capital*; Guerini Next, 2015.

Per l'analisi delle performance infra-temporali, l'*IPEV* (International Private Equity and Venture Capital Board) suggerisce tre modalità differenti, utili sia agli operatori che agli investitori, per procedere al calcolo dell'IRR ovvero:

Primo livello di calcolo: rendimento lordo sugli investimenti effettuati

Questa prima modalità di calcolo del tasso di rendimento interno prevede che siano considerati qualsiasi flussi di cassa in uscita e in entrata, includendo quindi anche i flussi cash in derivanti da disinvestimenti parziali, purché questi rispettino determinate caratteristiche qualitative e quantitative; infatti, i disinvestimenti dovranno avere le seguenti peculiarità:

- essere significativi, ovvero superiori al 30% del valore dell'investimento totale²⁷;
- l'informativa deve essere completa ed esaustiva;
- se l'investimento consta di più fasi e quindi più cash out in epoche diverse, la valutazione deve essere condotta utilizzando come costo per azione il prezzo medio di queste.

Secondo livello: rendimento lordo sul totale degli investimenti

In questo caso il calcolo dell'IRR considera i flussi di cassa in uscita e in entrata che sono intercorsi tra il fondo e i suoi asset, non considerando quindi i costi relativi alla gestione del fondo stesso come, per esempio, le commissioni corrisposte ai gestori del fondo, detti *carried interest*.

²⁷ A. Gervasoni, F.L. Sattin; Private Equity e Venture Capital; Guerini Next, 2015.

Terzo livello: rendimento netto per il sottoscrittore del fondo

È questo ultimo caso che vede un maggior utilizzo da parte di chi ha sottoscritto il fondo di private equity in quanto comprensivo di non solo i flussi di cassa in entrata, ma anche tutti i flussi in uscita relativi alla gestione del fondo stesso comprensivi quindi dei *carried interest*.

Dal punto di vista degli operatori invece, questo livello prevede l'utilizzo di quel tasso di rendimento che Damodaran in "*Measuring investments returns*" chiama M-IRR, ovvero un tasso di rendimento interno modificato, comprensivo di:

- flussi di cassa in entrata attualizzati ad un tasso di rendimento coerente con il costo dell'equity nel settore di riferimento;
- flussi di cassa in uscita attualizzati ad un tasso coerente con il costo percentuale del debito che sarebbe applicato all'impresa per finanziarsi sul mercato.

Le linee guida internazionali prevedono altresì una moltitudine di strumenti complementari all'uso dell'IRR che permettono una valutazione aziendale più completa ed aderente alla realtà. Tra questi indicatori è possibile trovare, ad esempio, il *Distribution to Paid-In (DPI)* che rappresenta il rapporto che sussiste tra i dividendi distribuiti e il totale sottoscritto dall'investitore, comprensivo di tutti i costi di gestioni del fondo e delle eventuali commissioni corrisposte ai gestori di questo. Tuttavia, questo metodo, presenta un notevole limite poiché può essere utilizzato solo al termine della vita del fondo in quanto inclusivo dei soli flussi di cassa in entrata derivanti dai rendimenti già realizzati.

Per quanto riguarda le valutazioni di investimenti in imprese non quotate l'IPEV consiglia l'utilizzo di criteri di valutazione standard più omogenei, ponendo l'attenzione su un approccio di tipo asset side. Tale approccio è quindi basato sulla determinazione del valore equo dell'attivo dell'azienda, stimando in primis l'Enterprise Value e ripartire tale valore al debito e all'equity dell'impresa. La determinazione dell'Enterprise Value è ancora un passaggio

fondamentale ed è largamente influenzato dalle ipotesi specifiche sulla realtà che si deve valutare, motivo per cui le linee guida internazionali prevedono e consigliano al valutatore di utilizzare metodologie basate sulle risultanze del mercato, come, per esempio, i multipli di borsa e non i metodi analitici tradizionali²⁸.

A scopo esemplificativo, un metodo di valutazione tradizionale è dato dai prezzi realizzati in operazioni recenti sullo stesso investimento, i quali pur essendo una buona approssimazione del fair value, presentano alcune criticità. Tra queste, infatti, troviamo eventuali fattori che riducono la significatività della valutazione, ad esempio, nei settori che presentano un elevato dinamismo è possibile che la stima del fair value, effettuata anche solo qualche mese dopo la realizzazione del deal, faccia sì che non sia più così rappresentativa poiché il settore di mercato si è evoluto.

La valutazione delle performance del fondo, tuttavia, non si esaurisce con il calcolo dei rendimenti attraverso l'IRR, ma necessita di un ulteriore passaggio volto alle analisi aggregate dei rendimenti di settore. Per procedere a tale valutazione è necessario raccogliere in prima istanza un campione di riferimento funzionale al confronto con il rendimento del fondo da analizzare. La selezione del campione deve essere un processo affinato ovvero, è utile utilizzare degli indici di dispersione che misurano lo scostamento dei singoli IRR che compongono il campione rispetto al valore centrale, quale può essere la media del campione nel caso di utilizzo dell'indice di dispersione della deviazione standard.

Si tratta quindi di valutare le performance del fondo oggetto di analisi con altri fondi di private equity, i quali possono essere scelti secondo due approcci:

- un primo approccio prende il nome di *Vintage Year Approach* e prevede la comparazione del rendimento del singolo fondo con quello dei fondi la cui raccolta è terminata nello stesso anno, in modo tale che entrambi i rendimenti siano influenzati dalla stessa congiuntura economica.

²⁸ A. Gervasoni, F.L. Sattin; Private Equity e Venture Capital; Guerini Next, 2015.

- il secondo approccio è invece detto *Composite Approach*, il quale confronta un gruppo di fondi, suddivisi per macrocategorie, con il rendimento del fondo oggetto di analisi. La ripartizione dei fondi in categorie deve avvenire secondo criteri oggettivi, infatti, queste deve essere condotta considerando la dimensione del fondo, il settore in cui si inserisce, l'arco temporale dell'investimento e, infine, l'area geografica in cui il fondo opera.

Il campione di riferimento così raccolto deve essere poi rielaborato secondo metodi statistici, in particolare è necessario aggregare i singoli rendimenti del campione secondo diversi criteri. In altri termini, l'aggregazione dei rendimenti dei singoli fondi può avvenire secondo la media, media ponderata o mediana degli IRR di tutti i fondi del campione scelto.

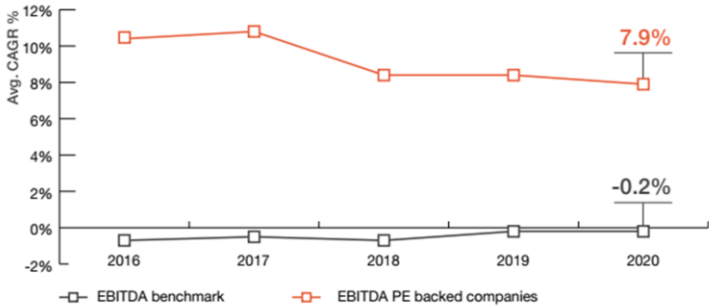
In un secondo momento, ai fini di trarre una conclusione sui risultati di performance in relazione ad altri investimenti, si procede all'utilizzo di indicatori sintetici della performance media di un certo settore. Si fa riferimento a benchmark interni o esterni i quali assumono parametri di riferimento diversi. L'utilizzo di benchmark interni permette il confronto della performance del fondo con altri fondi di private equity simili per rischio e che sono stati avviati nello stesso periodo. A differenza di quest'ultimo, il benchmark esterno prevede l'utilizzo di indici azionari nel mercato di riferimento in un orizzonte temporale di lungo periodo e si definisce come benchmark un valore compreso tra i 3 e i 5 punti percentuali netti in più rispetto all'indice azionario (per esempio, l'indice FTSE MIB se il fondo opera prevalentemente in Italia).

Per capire a pieno le performance dei fondi di private equity in Italia è utile procedere all'analisi dei rendimenti, in termini di fatturato, EBITDA e livello medio di occupazione nelle società partecipate da private equity (*private equity backed companies*) rispetto a quelle che non vedono questo tipo di partecipazione. AIFI e PwC sono da tempo impegnate nell'analisi dell'impatto del private equity e venture capital in Italia e una delle indagini più recenti che hanno condotto dimostra come le performance delle private equity backed companies siano nettamente superiori rispetto alla media nazionale, sotto tutti i punti di vista considerati. A tal proposito lo studio condotto da AIFI e PwC nel 2021 ha confermato che, sebbene la diffusione degli effetti negativi del COVID-19 sull'economia italiana, il trend del fatturato delle società

partecipate da private equity sia superiore di oltre 5 punti percentuali rispetto alla media nazionale.

Ciò che sorprende però è la capacità di generare margine nelle società partecipate da private equity. Infatti, sebbene il tasso annuo di crescita composto dell'EBITDA abbia visto un lieve calo rispetto al 2017, rimane comunque sorprendente la differenza che sussiste tutt'ora con l'EBITDA delle piccole-medie imprese italiane. In tal senso, il CAGR% dell'EBITDA nel 2020 ha visto una crescita del 7,9% a fronte di una crescita dell'EBITDA medio dello -0,2% del benchmark composto da piccole e medie imprese italiane.

Crescita media annua composta dell'EBITDA



Source: AIFI and PwC analysis

La sostenibilità nei fondi di investimento alternativi di private equity

2.1 Considerazioni preliminari

L'obiettivo principale e la ragion d'essere di ogni singola impresa è la ricerca perpetua della generazione di valore attraverso l'esercizio dell'attività aziendale coincidente, di fatto, con gli interessi degli investitori, ovvero, dato un certo costo del capitale è auspicabile che il ritorno sull'investimento effettuato sia maggiore delle risorse finanziarie impiegate. È un concetto che permea senza dubbio l'intera esistenza dell'impresa ed è facilmente misurabile sotto un profilo strettamente finanziario. Misura quantitativa e valutazione qualitativa degli investimenti sono in realtà solo un aspetto, benché importante e imprescindibile, facente parte di un concetto più ampio ed esteso ovvero quello del valore e della sua generazione, avente natura essenzialmente economica e industriale-produttiva. La ricerca, auspicabilmente perpetua, della generazione di nuovo valore assume che tale processo operi al servizio di un'economia sostenibile nel tempo e che quindi la finanza, intesa come attività di raccolta e impiego di capitali al fine di conseguire un utile, favorisca un'industria consapevole delle esogeneità del mercato a cui essa è costantemente esposta. A sua volta, l'industria avente proprietà molto diversificate a livello di singola impresa costituisce un patrimonio che l'intera collettività ha interesse a mantenere e promuovere negli anni e che, quest'ultima, venga giudicata come entità fondamentale dall'industria stessa che, a sua volta, dovrebbe operare in favore della società e dei suoi interessi primari.

Quanto appena esposto è essenzialmente il concetto di generazione del valore, il quale assume dei connotati più elevati e raffinati rispetto alle semplici considerazioni di natura economico-finanziaria. Un processo che inevitabilmente coinvolge persone, finanza, progresso e innovazione ovvero fattori che, organizzati in modo tale da non disperdere le loro

potenzialità, portano, oltre che alla generazione di valore, anche l'evoluzione dell'intera società nel tempo.

Alla luce di tutto ciò, la finanza dovrebbe essere rivolta, e allo stesso tempo accompagnare, verso un'economia sostenibile in ogni suo significato, rispettosa delle risorse che per definizione sono scarse e non riproducibili nel tempo. A tal fine, risultano quindi necessari la misurazione e il confronto nel tempo e nello spazio della sostenibilità in senso lato, in modo tale che le imprese virtuose vengano premiate e che, dall'altro lato, quelle viziose vengano "danneggiate". Infatti, vi è molto altro rispetto alla semplice convenienza economica, riconducibile all'utile. O meglio, l'utile dovrebbe riflettere, seppur in parte, la responsabilità e la trasparenza con le quali opera la singola impresa in favore di una più alta reputazione nel mercato.

Per l'investitore chiamato a valutare la bontà dell'investimento, a questo punto sotto diversi profili, dover considerare molteplici variabili in sede di valutazione risulta altresì un costo, seppur propenso ad una maggiore accuratezza della propria valutazione. Non solo, anche tra le imprese italiane si registra una maggiore consapevolezza legata alla recente inclusione di aspetti ambientali, sociali e di governance nelle loro strategie aziendali in favore di una maggiore reputazione nel mondo, la quale comporta necessariamente un costo in capo alle organizzazioni. È confortante e allo stesso tempo notevole che anche la terminologia si sia adeguata nel tempo, arrivando allo stato dell'arte all'acronimo ESG (*Environmental, Social and Governance*), sintomo della maggiore necessità da parte della collettività intera della transizione verso modelli economici sostenibili dell'industria.

Per gli attori coinvolti, imprese, investitori e gestori dei fondi di private equity, il fatto di dover implementare, valutare e considerare le tematiche di sostenibilità nelle loro strategie ed analisi comporta una riduzione degli utili, o meglio un aumento dei costi di produzione e gestione che, si spera, vengano compensati positivamente dal mercato. Infatti, è compito di questo studio trarre delle conclusioni sotto questo profilo, ovvero capire e rappresentare le variabili che si inseriscono nella marginalità, nei prezzi e nei valori in relazione alla responsabilità ambientale, economica e di governance trasmessa dagli operatori di private equity alle imprese italiane.

Pur considerando molteplici variabili di carattere "non economico", il punto di partenza prescritto dalla prassi valutativa aziendale volta a misurare i drivers di valore rimane l'utilizzo

sistematico di strumenti finanziari molto strutturati. Come anticipato nel primo capitolo di questo lavoro, l'analista si serve di una varietà di mezzi e congetture indirizzati ad esprimere un valore all'oggetto di analisi, ovvero l'impresa. Tra questi, troviamo in primis il metodo di attualizzazione dei flussi di cassa futuri (o *Discounted Cash Flow*, abbreviato con l'acronimo D.C.F.) e il metodo dei multipli di mercato. L'uso del DCF richiede, per sua natura, che l'analista si avvicini particolarmente all'impresa in modo tale da venire a conoscenza puntuale dei piani industriali futuri, del business plan, dei flussi di cassa che si genereranno nel breve/medio periodo, dei prodotti di prossimo posizionamento, oltre che effettuare delle riflessioni circa le tecnologie (brevetti, marchi) sviluppati dall'azienda. Semplificando, tale metodo di attualizzazione dei flussi di cassa prevede quantomeno due stadi, il primo in cui vengono considerate previsioni analitiche e relativamente certe nelle quali i flussi di cassa, attualizzati ad un tasso di sconto opportuno, sono di facile determinazione in quanto verranno conseguiti in un futuro prossimo; ed un secondo stadio ovvero l'attualizzazione del c.d. *terminal value*. I due stadi differiscono, in prima battuta, per l'orizzonte temporale in quanto il primo stadio considera un intervallo non superiore ai 4 o 5 anni. Ancora, le previsioni esplicite considerate nel primo stadio possono essere considerate certe solo per taluni settori; si pensi ad esempio a imprese attive nella distribuzione e fornitura dell'energia in quanto il prezzo applicato è prestabilito²⁹. Contrariamente, per le aziende operanti in mercati concorrenziali nei quali il prezzo cambia frequentemente in relazione all'incontro tra domanda e offerta, il periodo di previsione esplicita risulta troppo breve a scapito della bontà dell'analisi. A tal proposito, sarà necessario verificare l'accuratezza della stima qualora l'*Enterprise Value*, così calcolato, sia formato per una buona parte, 85-90% circa, dall'attualizzazione del *terminal value*³⁰.

Per ciò che riguarda il periodo di attualizzazione del *terminal value*, questo si ipotizza possa avere durata illimitata o limitata a seconda della natura, economica e giuridica, dell'impresa e del business in cui opera.

Ne consegue che per avere una valutazione significativa e veritiera di aziende operanti in determinati mercati, il valutatore debba avvicinarsi molto alla realtà aziendale richiedendo un notevole sforzo. Infatti, avere a disposizione numerosi dati storici e prospettici dell'impresa in

²⁹ Gonnella Enrico; Logiche e metodologie di valutazione d'azienda: valutazioni stand-alone; Pisa Press University; 2013.

³⁰ Federico Beltrame, Giorgio S. Bertinetti, Alex Sclip; Analisi e valutazione finanziaria d'impresa; G. Giappichelli Editore; 2021.

oggetto è condizione necessaria per poter offrire una sintesi dinamica dell'azienda finalizzata a misurare il costo del capitale insito nel concetto di rischio, espresso da un coefficiente, il Beta. Tale indicatore, dato dal rapporto tra la covarianza del rendimento del titolo dell'impresa con il rendimento di mercato e la varianza del rendimento del mercato permette di racchiudere e semplificare tutte le forze esogene cui il mercato espone l'impresa. Infatti, un Beta inferiore all'unità è espressivo di una minore rischiosità rispetto alla globalità del mercato in cui opera l'impresa in oggetto.

Inoltre, volendo adottare un'impostazione *unlevered*, volta a determinare il rischio del capitale proprio, è necessario considerare il c.d. *Beta unlevered* ovvero il coefficiente che, oltre a rispettare le caratteristiche sopra esposte, ipotizza che l'investimento sia finanziato esclusivamente mediante l'apporto di equity. Tale approccio permette di ovviare a diverse criticità in favore di un tasso di sconto del progetto più accurato. Tra queste troviamo:

- composizione del passivo non nota al momento della valutazione;
- impossibilità nella determinazione della leva finanziaria a valori di mercato;
- impresa non quotata per la quale non sono disponibili informazioni finanziarie specifiche;
- investimento effettuato in un mercato diverso rispetto a quello in cui l'impresa solitamente opera.

Ancora, è buona prassi ricercare una "forchetta" di vari valori *Beta unlevered* ovvero, in altri termini, si ipotizzano una moltitudine di scenari diversi ai quali corrispondono diversi valori di rischio operativo e in relazione ad essi si otterranno molteplici valori di Enterprise Value. Pertanto, verranno sinteticamente affiancati al contesto "base", ovvero quello che rispecchia le normali condizioni di mercato, dei casi che misurano accadimenti macroeconomici, più o meno probabili, per costruire degli scenari *best* e *worst*, i quali considerano eventi più o meno favorevoli all'impresa. Così facendo si considerano implicitamente varie forze esogene del mercato, talvolta sconosciute, che influenzano positivamente o negativamente, la valutazione aziendale e che conducono a vari valori aziendali. Una valutazione così condotta, seppur accurata, presenta per sua natura una certa componente aleatoria che, più o meno presente, potrebbe risultare fuorviante ex post. Non solo, anche il soggetto chiamato a valutare

un'azienda potrebbe pervenire ad una misurazione diversa rispetto a quella di un secondo soggetto valutatore.

La ricerca di esplicitare le forze di mercato che influiscono nelle valutazioni d'impresa è quindi un passaggio fondamentale nel processo valutativo operato secondo il metodo DCF al fine di ottenere un corretto tasso di sconto per i flussi di cassa. Altrettanto non si può dire del metodo dei multipli di mercato. La parola stessa, infatti, fornisce già la risposta alla logica valutativa d'impresa.

Basandosi sulle risultanze derivanti dal mercato, il metodo dei multipli prende in considerazione, ad esempio, l'EBIT o EBITDA come approssimazione dei flussi di cassa futuri i quali, rapportati ad altre grandezze patrimoniali, finanziarie o economiche, permette il confronto con lo stesso quoziente di altre imprese definite *comparables* in relazione ad esempio della dimensione, fatturato o margine operativo.

Volendo sintetizzare, sono presenti due categorie di multipli di mercato finalizzati alla valutazione aziendale: multipli calcolati al valore di mercato dell'equity e multipli calcolati sul valore di mercato totale dell'impresa, o Enterprise Value. I due tipi di indicatori coincideranno solo ed esclusivamente qualora la posizione finanziaria netta sia pari a zero.

Concentrandosi sul primo tipo, con particolare riguardo al multiplo *Price/Earnings* (P/E) e *Price/BookValue* (P/BV), troviamo che offrono una buona utilità ai fini comparativi in quanto riescono ad esprimere una sintesi adeguata dell'operatività aziendale.

Semplicità nella costruzione e nella lettura del multiplo è un punto di forza ma allo stesso tempo presenta delle criticità insite nel metodo. In primis, il multiplo è una grandezza statica e non esprimibile delle specificità aziendali in quanto fenomeni esterni ed interni all'impresa influiscono sul calcolo del multiplo. Certamente, database come *Bloomberg* mettono a disposizione una quantità di dati tale da facilitare la valutazione aziendale mediante i metodi sopra menzionati, specie per le società quotate nei mercati regolamentati che, se giudicate ottime *comparables* si può facilmente operare una valutazione anche per le società non quotate. Passaggio tanto fondamentale quanto delicato è sicuramente la costruzione del set di *comparables*, il quale potrebbe portare, se condotto con superficialità, a risultati fuorvianti.

Alla luce di tutto ciò, dei vari strumenti utilizzati dagli operatori di private equity e dagli investitori e delle loro determinanti, siamo in grado di affermare che non vi è un metodo sempre e comunque corretto ma, piuttosto, questo vada preferito rispetto ad altri in relazione

al contesto specifico e che vi è una sostanziale aleatorietà che, per quanto accurata possa essere una valutazione non riesce a catturarla e rappresentarla totalmente sotto un profilo sia quantitativo che qualitativo. L'analisi delle variabili macroeconomiche può sicuramente aiutare l'analista a corredare la valutazione aziendale nella sua essenza. A tal proposito, negli ultimi anni abbiamo assistito a tassi *risk free* quasi nulli e piatti che in prima battuta avrebbero facilitato il processo di valutazione, tuttavia rischi molteplici e accadimenti discontinui e imprevedibili alimentano la volatilità, specie nel breve periodo, inficiando anche le valutazioni più meticolose.

Sulla base delle considerazioni appena esposte, è chiaro come la logica imprenditoriale, fatta propria dagli operatori specializzati e da investitori istituzionali, sia diventata negli anni sempre più complessa e articolata, incentrata e rivolta verso una maggiore attenzione nei confronti della generazione di un valore che risulti continua e durevole nel tempo, inseritasi nel quadro di un'economia sostenibile. L'interesse dell'impresa, quale entità dinamica, è quindi rivolto ai potenziali *stakeholders* e *shareholders* raggiungibili nel lungo periodo, piuttosto che a quelli attuali.

2.2 Le determinanti ESG nel costo dell'equity

L'ambita ricerca volta a determinare ex ante il costo del capitale proprio ha sempre stimolato interesse in capo alla finanza aziendale sin dal secolo scorso che ha visto un susseguirsi di modelli di pricing proposti da numerosi economisti e studiosi; un processo che, anche allo stato attuale, non ha visto una fine ma piuttosto adattamenti concentrati su una determinazione del costo del capitale di rischio più precisa e puntuale, data una società più consapevole dei cambiamenti che interessano l'ambiente economico in cui si inserisce.

Inoltre, un mercato finanziario efficiente è una condizione necessaria per lo sviluppo del sistema impresa grazie al quale può assicurarsi le risorse necessarie per il suo funzionamento. L'obiettivo è quindi quello di ottimizzare l'utilizzo di tali risorse, finanziarie e no, il quale può essere conseguito studiando l'organizzazione e la regolamentazione dell'attività di private equity, le sue articolazioni e, in particolar modo, come risponde alle esigenze del sistema imprenditoriale i cui connotati sono sempre più di matrice globale. A tal proposito, l'impianto normativo italiano ha compiuto numerosi passi in avanti in favore di un adeguamento alle direttive europee per la creazione di un mercato finanziario estremamente interconnesso. La recente crisi finanziaria è la prova di questa connessione così stretta che ha spinto il Legislatore, europeo e quindi poi quello italiano, a regolamentare intensamente le dinamiche dei mercati finanziari per prevenire ulteriori shock causati da un'insufficiente protezione dai rischi sistemici. L'impresa, potendo selezionare accuratamente i canali finanziari a cui approvvigionarsi, gioca ovviamente un ruolo rilevante nel mercato finanziario cercando di trovare il punto di equilibrio delle fonti di finanziamento; un ruolo attivo che richiede notevole trasparenza nei confronti di tutti gli interlocutori dell'impresa i quali, a loro volta vedono molte opportunità di investimento. Ne consegue che l'impresa stessa deve poter offrire agli investitori una soddisfacente remunerazione del capitale, di qualunque natura esso sia, in rapporto ai rischi assunti³¹. Come è stato precedentemente ribadito, un'impresa può, in estrema sintesi, ricorrere a due canali di finanziamento: attraverso il capitale di debito, sia esso di origine bancaria od obbligazionaria, oppure con il capitale di rischio. Ciò che nel corso degli anni ha destato più interesse da parte della letteratura economica è stato indubbiamente il secondo tipo di finanziamento: il ricorso all'*equity* e la sua valorizzazione.

³¹ A. Gervasoni; Finanza alternativa per l'economia reale; Guerini Next; 2021.

La domanda che si pone quindi la finanza aziendale in materia, sin dagli studi neoclassici, si concentra sulle determinanti che influiscono sul costo del capitale proprio e, particolarmente, sul premio per il rischio ovvero quella grandezza percentuale corrisposta all'azionista eccedente il rendimento di un titolo *risk free*. In tal direzione, il punto di partenza per approfondire questa tematica è dato dalla versione di *Sharpe e Lintner* del *Capital Asset Pricing Model* (o CAPM), ovvero un modello finalizzato a stimare il costo del capitale di rischio basato sul *Market Risk Premium*, considerato come unico fattore di rischio globale per gli investitori. Una relazione tra il rendimento di un titolo e il Beta di mercato che, secondo la letteratura seguente, si è affermata debole³² portando alla consapevolezza che il rendimento di un titolo possa essere determinato considerando anche altre variabili di indubbia rilevanza. Infatti, seguendo precedenti studi, tra i quali quelli condotti da *Graham e Dodd*³³, emergono altre grandezze espressive anche di caratteristiche tipiche dell'impresa in oggetto. In tal senso, indici come il *price/earning* rappresentano dei validi indicatori per attuare politiche di investimento in quanto ottenuti dalla costruzione di dati finanziari, contabili tipici dell'impresa, oltre che da risultanze empiriche del mercato. E' una logica multidimensionale del rischio, che considera il rischio di un titolo composto da più fattori espliciti anche delle caratteristiche intrinseche dell'impresa. Instauratasi nel mercato tale convinzione, Fama e French arrivano ad elaborare un modello multifattoriale³⁴, il quale prende in considerazione tre determinanti (chiamato appunto "*three factors model*") e sono le seguenti:

- un primo fattore "di mercato" approssimato dal *Market Risk Premium*, già presente nel CAPM
- un secondo fattore che considera la dimensione aziendale data dalla differenza tra il rendimento, in portfolio diversificato, di imprese a bassa e alta *market capitalization*
- un terzo ed ultimo fattore, ovvero la differenza tra il rendimento di un portfolio di imprese con basso e alto *Book/Market Value* espressione, in sintesi, del valore contabile in rapporto a quello economico.

³² F. Black, M.J. Jensen, M. Scholes; *The capital asset pricing model: Some empirical tests*; Praeger, New York; 1972.

³³ B. Graham, D. Dodd; *Security analysis: Principles and technique*; McGraw Hill; New York, 1934.

³⁴ E.F. Fama, K.R. French; *Multifactor explanations of asset pricing anomalies*; *Journal of Finance*, Vol. 51; 1996.

È la costante esigenza di spiegare in modo più puntuale le determinanti del rendimento dell'*equity* che mette in luce "anomalie" empiriche insite nel CAPM, infatti, le evidenze di Fama e French meglio esprimono il concetto di "rischio aziendale" suddividendo il rendimento atteso del capitale proprio in più fattori, tre per l'appunto. Precisamente, il rendimento atteso di un titolo è così formulato:

$$E(R_i) - R_f = \alpha_i + \beta_{mrkt} \times [E(R_m) - R_f] + \beta_{SMB} \times SMB + \beta_{HML} \times HML + \epsilon_i$$

dove:

il primo membro è il *Market Risk Premium*, dato dalla differenza tra il rendimento del titolo dell'impresa e il rendimento del titolo risk free:

- *SMB (Small Minus Big)* è il secondo fattore considerato dal modello come la dimensione aziendale in base alla *market capitalization* dell'impresa, ovvero la differenza tra il rendimento di imprese rispettivamente a bassa e alta capitalizzazione. *Bhandari*³⁵ e ancor prima *Banz*³⁶, avevano messo in luce la relazione tra rendimento di un titolo e la misura della capitalizzazione di borsa specifica dell'impresa. Ripreso poi da Fama e French, il rischio aziendale dato dalla dimensione aziendale fu spiegato dal c.d. *distress risk* secondo il quale imprese a scarsa *market capitalization* corrispondevano maggiori rendimenti nel mercato in situazioni di mercato sfavorevoli dati dai maggiori problemi di liquidità in cui andavano in contro. In corrispondenza di fasi recessive del ciclo economico, gli investitori percepiscono le imprese a bassa capitalizzazione più rischiose richiedendo quindi un premio al rischio maggiore.
- *HML (High Minus Low)* è il terzo ed ultimo fattore di rischio considerato dal modello. La grandezza *book to market value* è indicatore del valore di un'impresa dato dal rapporto il patrimonio netto contabile e il valore economico della stessa. In tal senso, il modello indica come fattore di rischio la differenza tra rendimenti di titoli definiti *value*, aventi un valore

³⁵ L.C. Bhandari; Debt/Equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence; The Journal of Finance, Vol. 43; 1988.

³⁶ R.W. Banz; The relationship between return and market value of common stocks; Journal of Financial Economics, Vol. 9; 1981.

Book/Marketvalue elevato e rendimento di titoli detti *growth* i quali invece sono dotati di un valore *Book/Marketvalue* basso. L'elaborato di Fama e French³⁷ evidenzia come la relazione che sussiste tra tali valori e il rendimento dell'impresa. In estrema sintesi, la logica secondo la quale titoli *value* corrispondano dei rendimenti elevati è data dal fatto che imprese che possiedono un elevato *book to market value* vedono degli squilibri finanziari significativi o, ancora, scarsi volumi d'affari rispetto alle imprese *growth*. Una valutazione condotta considerando indicatori come *price/earnings* o *price/bookvalue* è volta ad individuare tale componente di rischio.

I coefficienti β_{market} , β_{smb} e β_{hml} misurano rispettivamente la sensibilità del rischio sistematico insito nel mercato, del rischio relativo alla dimensione aziendale data dalla *market capitalization* e, infine, del rischio dato dal fattore *value*.

Il contributo fornito da Fama e French, in precedenza nel 1993³⁸ circa i fattori di rischio del capitale proprio e poi ripreso nel 1996³⁹, le cui assunzioni favoriscono una prospettiva multifattoriale dei profili di rischio nel processo di asset pricing, offre un passaggio significativo nella cultura d'impresa, un cambiamento che porta ad adottare altre prospettive rivolte alla stima del costo dell'equity. Tuttavia, la logica proposta presenta dei residui, o meglio dei fattori che rimangono nell'ombra nel processo di stima del costo dell'equity, e non è quindi esonerata dalle critiche più attuali⁴⁰, che concentrano il loro focus su ulteriori determinanti, rispettose delle specificità aziendali e del contesto esterno, per la stima del rendimento del capitale proprio come, per esempio, fattori di governance di sistema, corporale governance e, non ultimo, quello di sostenibilità che di fatto arricchiscono e completano i modelli multifattoriali esistenti.

A tal proposito, la letteratura economica più accreditata include questi fattori nella stima del rendimento dell'equity volto a determinare il valore economico dell'impresa. A parere di chi scrive, vi è un'indubbia utilità data dall'inclusione di questi elementi nel processo di valutazione aziendale che vede, al giorno d'oggi, un'ulteriore relazione positiva data dall'*Enterprise value* e le performance ESG. In questa direzione, si ipotizza una stretta

³⁷ E.F. Fama, K.R. French; Multifactor explanation of asset pricing anomalies, *Journal of Finance*, Vol. 51; 1996.

³⁸ E.F. Fama, K.R. French; Common risk factors in the returns on stocks and bonds; *Journal of Financial Economics*, Vol. 50; 1993.

³⁹ E.F. Fama, K.R. French; Multifactor explanation of asset pricing anomalies, *Journal of Finance*, Vol. 51; 1996.

⁴⁰ C. Bellavite, M. Dallochio, E. Parazzini; *Valutazione d'Azienda nel Mondo ESG*; Egea; 2020.

associazione tra due fattori, ovvero la performance ESG e la relativa divulgazione (in inglese 'disclosure') con il valore economico. La relazione, sintetizzabile attraverso la seguente funzione:

$$EV = f(ESGPerformance; ESGDisclosure; ESGperformance \times ESGdisclosure)$$

Distinguendo la performance ESG in due sottocategorie, ovvero *ESG strengths* e *ESG concerns*, ognuna che opera in modo uguale e contrario all'altra nei confronti del valore economico, è ragionevole aspettarsi una relazione positiva tra la performance ESG, globalmente considerata, e l'Enterprise Value dell'impresa⁴¹.

L'indagine volta a modellare le determinanti sul rischio globale al quale è esposto il capitale proprio, ha portato a considerare altre variabili di controllo che si inseriscono nel processo di pricing, in primis quelle di natura esogena all'impresa riguardanti il contesto macroeconomico nel quale l'azienda opera. A questo riguardo, una prima analisi è rivolta all'esame degli elementi, spesso di portata territoriale e nazionale, che caratterizzano il sistema di governance della pubblica amministrazione, nella sua accezione più ampia del termine, disposta nei territori in cui vi opera l'impresa. In prima battuta, si fa un richiamo esplicito all'indice di libertà economica quale classifica comprensiva di dieci fattori esterni all'impresa che inevitabilmente incidono sulle scelte di investimento. Sono elementi che, dalla somma libertà di iniziativa economica, sino a quelli fiscali propri del paese, finanziari e d'investimento per poi arrivare, ad esempio, a quello del mercato del lavoro, entrano a far parte nel coacervo di parametri utili a corredare la valutazione delle politiche di investimento in quanto risultano comunque capaci, globalmente considerati, di rappresentare alcune delle specificità proprie dell'azienda. Tuttavia, alcuni di essi sono parametri di tipo qualitativo, il che rappresenta un limite per il raggiungimento di un valore economico numerico. Un limite che recentemente è stato superato, solo parzialmente⁴² come vedremo nel seguito, dalla disponibilità dei coefficienti ESG per ogni singola impresa.

⁴¹ Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser; ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure; Global Financial Journal Vol. 38; 2018.

⁴² Nel seguito si discute l'effettiva disponibilità degli scores ESG sia per le società quotate sia per quelle non quotate.

L'importanza delle tematiche di sostenibilità per gli investitori e per il management, spinti dalla ricerca per gli investimenti sostenibili ha munito le "fonti", ad esempio database come *Bloomberg*, di una quantità di *scores* ESG formidabile, sia per le società quotate in mercati regolamentati che non quotate. Una doverosa premessa va svolta in relazione al metodo di costruzione di questi *scores* nei vari database. Infatti, nel caso in questione che prevede l'utilizzo di *Bloomberg* come fonte di dati, si precisa come questa tenda a ricavare un punteggio ESG estrapolando dal sistema indizi e dati risultanti dalle informazioni relative all'azienda e al suo management.

Come per l'indice di libertà economica, anche il rating ESG è in realtà composto da macrocategorie, a loro volta suddivisibili in più settori, che opportunamente raggruppate danno luogo ad un punteggio complessivo. Quest'ultimo è quindi articolato nei tre macro-punteggi riguardanti i rami *Environmental*, *Social* e *Governance*, i quali sono comprensivi di elementi specifici.

L'operato delle Nazioni Unite gioca un ruolo fondamentale per l'inclusione di tali criteri nelle strategie di investimento condotte da imprese, investitori e operatori specializzati. Invero, la *mission* dell'Onu insieme al *Principles for Responsible Investment* è quello di incoraggiare gli agenti economici a implementare nelle loro politiche l'adozione di principi che tutelino un sistema finanziario efficiente e sostenibile, improntato alla creazione di valore nel lungo periodo. Ribadito il concetto secondo il quale vi sono più fattori che incidono su rendimento di un titolo in equilibrio oltre che, semplicisticamente, aveva considerato il CAPM con la relazione Beta-rendimento, è utile chiarire puntualmente quali sono i fattori che per anni sono rimasti "costi ombra" nei sistemi di pricing. Il primo grande filone meritevole di chiarimento è dato dalle tematiche ambientali, che compongono una valutazione a sé stante nel rating ESG, in quanto macrocategoria. Diversi autori hanno redatto delle riclassificazioni degli elementi che, raggruppati, formano il punteggio *Environmental* e quella che meglio si addice⁴³, a detta di chi scrive, considera dieci componenti rispettosi di criteri che considerano:

- utilizzo delle risorse critiche che rispecchia l'attitudine di un'impresa a ridurre l'impiego di materie prime, risorse ambientali, energia e che allo stesso modo permette una gestione efficiente della *supply chain*;

⁴³ C. Bellavite, M. Dallochio, E. Parazzini; Valutazione d'Azienda nel Mondo ESG; Egea, Milano; 2020.

- implementazione di politiche rivolte alla *carbon neutrality*;
- strategie di innovazione sulla capacità di riduzione dei costi per l'ambiente;
- creazione di nuove prospettive di mercato grazie a processi sostenibili per l'ecosistema.

Il secondo macrosettore ESG, a cui è ascrivibile un punteggio in termini sociali, vede anch'esso una considerazione di numerosi aspetti al fine di pervenire sinteticamente ad uno *score*, e valutano:

- le relazioni con la comunità di appartenenza, specialmente con la forza lavoro, i clienti e fornitori, ovvero una misurazione dell'effettivo impegno nel creare condizioni soddisfacenti per il lavoro per tutti, considerevoli dei diritti umani;
- l'attenzione dell'impresa nell'evitare affari controversi sul piano etico;
- il coinvolgimento dell'impresa nei confronti della salute pubblica;
- la produzione rispettosa di principi quali sicurezza, integrità e privacy della clientela.

Infine, l'ultimo macrosettore da prendere in considerazione riguarda la governance dell'impresa, ovvero la corporale governance le cui valutazione si compiono su elementi quali:

- la capacità del management e le loro tecniche di governance;
- il trattamento riservato agli azionisti dell'impresa, che risulti uguale ed equo per tutti, adottando anche strumenti avversi alle offerte pubbliche;
- l'integrazione di aspetti economici, finanziari, sociali e ambientali nella gestione ordinaria dell'impresa, ovvero la *Corporate Social Responsibility* (o CSR).

In relazione alla mia esperienza, è possibile affermare che vi è molto altro rispetto a quanto appena detto. In proposito, Bloomberg mette a disposizione numerosi dati e indici che potrebbero risultare utili all'analista, specie per taluni settori, in quanto espressivi di specificità molto puntuali. A scopo meramente esemplificativo, si menzionano indici come l'intensità, idrica o energetica, rapportata all'EBITDA o al numero di occupati, oppure alla

quantità di output o di asset impiegati. Ancora, dati come il numero di incidenti ogni mille dipendenti, oppure la spesa per la formazione dei dipendenti, concorrono a determinare il punteggio ESG finale proprio dell'impresa in oggetto.

Alla luce di quanto appena esposto, dei criteri grazie ai quali si perviene ad un *overall score* per ogni impresa, degli elementi che compongono la valutazione ESG, è chiaro come, una volta che questi dati vengono messi a disposizione degli investitori, questi li prendano in considerazione per effettuare le proprie strategie di investimento in quanto i punteggi sono vere e proprie attribuzioni a fattori di rischio tipici dell'impresa oggetto di valutazione, che inevitabilmente impattano sul costo del capitale di rischio.

2.3 La percezione del rischio ESG in Italia

Il legame sempre più forte tra la finanza alternativa e la sostenibilità in tutte le sue forme non è più una novità. Investitori e operatori specializzati vedono quindi una maggiore integrazione dei fattori ESG nelle loro strategie di investimento. L'attenzione verso l'ambiente, la società e buon governo è quindi un comportamento virtuoso capace di generare valore nel lungo periodo. A tal fine è utile capire cosa s'intende effettivamente per investimento sostenibile. Si fa riferimento esplicito al disposto contenuto nell'art. 2 (17) del Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. Il Regolamento fornisce una definizione coerente e armonizzata di "investimenti sostenibili", ovvero tali investimenti realizzati dalle imprese che "rispettino prassi di buona governance e sia assicurato il principio di precauzione tesi a non arrecare danni significativi, affinché non sia pregiudicato in maniera significativa né l'obiettivo ambientale né quello sociale". Più precisamente, un investimento risulta sostenibile quando sia effettuato nei confronti di un'attività economica che contribuisca a un obiettivo ambientale, il cui impegno è misurato grazie all'utilizzo di indicatori aventi ad oggetto l'efficienza nell'impiego rinnovabili o meno, l'utilizzo di materie prime e risorse idriche e del suolo, l'emissione di gas serra. L'impatto sulla biodiversità e sull'economia circolare è quindi un criterio discriminante al fine di classificare sotto il profilo giuridico, un investimento come sostenibile. Non solo, un investimento è sostenibile quando è realizzato nell'ambito di un'attività economica che apporti un contributo significativo a un obiettivo sociale, sostenendo l'uguaglianza di genere, la coesione e l'integrazione sociale, promuovendo le relazioni industriali.

L'investimento è sostenibile quando inerisca ad un'attività economica rispettosa della comunità economica e sociale, delle relazioni con il personale e la sua remunerazione, oltre che rispettare gli obblighi importati dal sistema fiscale vigente.

Il Legislatore, attraverso le disposizioni contenute nel Regolamento individua i criteri per catalogare e raggruppare gli investimenti sostenibili, al fine di differenziali da quelli che arrecano dei danni significativi a taluni obiettivi.

Ancora, responsabilità e sostenibilità nell'asset management sembrano essere condizioni propedeutiche per il perseguimento di performance economico-finanziarie durevoli nel tempo, un effetto che poi contribuisce allo sviluppo di un più alto livello di società, la quale è

chiamata a rivestire un ruolo fondamentale nella transizione sia economica che ecologica. E' necessario, a tal scopo, che gli attori siano effettivamente consapevoli della necessità di questo processo di transizione verso un nuovo modello socio-economico. Parallelamente, la considerazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento presenta non solo delle opportunità in capo alle imprese ma anche notevoli sfide, specie per le piccole e medie imprese italiane che presentano caratteristiche molto eterogenee. Rappresentando circa il 19% della totalità delle società di capitali⁴⁴, le PMI ricoprono una parte importante nel contesto produttivo italiano e, limitatamente alle tematiche ESG, queste vedranno modificarsi i loro profili di sostenibilità in futuro. Un processo che richiede un notevole sforzo da parte delle PMI che, grazie a numerose iniziative capitanate da grandi imprese, specie di carattere finanziario, supportano e aiutano le PMI nella transizione ecologica ormai richiesta dalle pubbliche istituzioni. Infatti, coerentemente con l'Agenda 2030 dell'Onu e altri obiettivi prefissati a livello comunitario, anche in capo alle PMI verranno offerte non poche opportunità per implementare strategie di investimento definite responsabili e sostenibili. Ciò richiede una notevole conoscenza, in capo a investitori e operatori specializzati, dell'evoluzione degli obiettivi imposti sia a livello nazionale che comunitario.

L'Unione Europea, infatti, è un attore di notevole importanza nel progetto di sviluppo del sistema produttivo italiano grazie agli obiettivi che l'organizzazione stessa impone alle imprese. La transizione ecologica, a parere dell'Unione, vede come punto centrale la neutralità climatica, o net-zero, per l'anno 2050. E' quindi un obiettivo dettato da una considerevole urgenza e necessità, che vede un aggiustamento delle condizioni sia ambientali che sociali, ma che hanno un risvolto di natura economica per le imprese, specie se di piccole e medie dimensioni. L'iniziativa intrapresa a livello comunitario, condivisa dagli Stati Membri, è rivolta nella sua essenza a eliminare, o quantomeno attenuare, i rischi insiti nel cambiamento climatico che via via sta deteriorando l'ecosistema mondiale e che quindi rappresenta concretamente una minaccia per le imprese italiane. Volendo fare una considerazione sulla natura e composizione del tessuto produttivo italiano, risulta chiaro come le PMI siano le prime imprese a poter soffrire dei rischi legati all'avvio del processo di transizione ecologica. In tal caso, si parla di rischio di transizione, il quale potrebbe comportare in capo a tali aziende dei maggiori costi, specie nel breve e medio periodo, legati

⁴⁴ PMI italiane e transizione ecologica, Profili ESG e finanza sostenibile; Forum per la Finanza Sostenibile; novembre 2022.

all'adeguamento della produzione. Un tipo di rischio che vede un proporzionamento per le imprese inserite nei settori maggiormente inquinanti o che ritardano la fase di adeguamento della produzione in favore della sostenibilità e responsabilità.

Per ciò che concerne la natura di questa tipologia di rischio vi è da fare un approfondimento in ragione della capacità posta in capo alle aziende italiane di far fronte agli investimenti necessari per l'adeguamento imposto. Secondo quanto riportato da Cerved Group nel 2022, emerge una sostanziale difficoltà per 35'000 società di capitali italiane, ovvero il 5,1% sul totale delle 683'000 analizzate, di far fronte agli investimenti necessari per la transizione della produzione senza vedere uno squilibrio finanziario tale da gravare il bilancio. Non solo le risorse necessarie all'implementazione di nuovi investimenti rappresentano un rischio, la continuazione di tali aziende nel mercato potrebbe essere minata da altri fattori di rischio quali, per esempio, una maggiore tassazione applicata alle attività maggiormente inquinanti e quindi poco virtuose nel processo di riconversione, oppure una modifica nelle preferenze della domanda tale da incidere negativamente sui ricavi raggiunti o potenzialmente raggiungibili, comportando delle ripercussioni sulle quote di mercato attuali e future.

Considerando il *mare magnum* delle imprese italiane, vi è da porre l'attenzione sull'aspetto dimensionale, anziché settoriale, delle aziende coinvolte nella transizione ecologica. L'esposizione al rischio di transizione, infatti, aumenta all'aumentare della dimensione aziendale vedendo al primo posto le imprese di grandi dimensioni, le quali registrano che il 14,9% sul totale considerano il rischio di transizione effettivo e attuale. Diversamente, solo il 7,8% del totale delle microimprese, aventi meno di 10 dipendenti impiegati mediamente durante l'anno, operano in mercati esposti ad un rischio alto o addirittura molto alto⁴⁵. La ragione di quanto appena esposto è chiara se si considera che le attività particolarmente inquinanti, come ad esempio aziende operanti nei mercati di estrazione, lavorazione, distribuzione e commercializzazione dei combustibili fossili richiedono una struttura aziendale dalle grandi dimensioni.

Una prima e importante conclusione che si può trarre riguardo l'aspetto dimensionale e il rischio percepito, è la diretta relazione che sussiste tra la grandezza aziendale, data

⁴⁵ PMI italiane e transizione ecologica, Profili ESG e finanza sostenibile; Forum per la Finanza Sostenibile; novembre 2022.

dall'occupazione media, e il rischio di transizione che il management riconosce in capo all'impresa⁴⁶.

Il piano dimensionale, come la distribuzione territoriale che vede nel Mezzogiorno italiano un'esposizione maggiore del rischio di transizione percepito, non sono gli unici aspetti che meritano delle ulteriori considerazioni. Similmente, l'importanza delle tematiche ESG è estremamente connessa anche al settore di appartenenza. Il rischio percepito, in riferimento al settore di appartenenza, vede l'influenza della sempre più stringente regolamentazione a cui le imprese particolarmente "viziose" sono sottoposte per l'allineamento della produzione verso degli standard più rigorosi. La distribuzione del rischio percepito in questo caso vede la prima posizione occupata da imprese la cui produzione è basata pesantemente sul consumo di combustibili fossili o comunque fonti non rinnovabili, ovvero attività particolarmente energivore quali siderurgica e dell'allevamento lungo gran parte loro filiera. In relazione a ciò, l'obiettivo della neutralità climatica necessariamente assoggettando quanti più costi in capo a queste attività per la riconversione degli impianti produttivi, richiedendo grandi investimenti per modificare l'assetto strutturale anche solo per poter continuare ad operare legalmente nel mercato⁴⁷.

Diviene un'ulteriore sfida da parte del management di tali imprese il fatto di dover considerare anche tali aspetti, spesso sollecitati da molteplici soggetti, in sede di pianificazione strategica del business. Ad alimentare questa convinzione sono ancora manager e dirigenti italiani, soggetti apicali che guidano le strategie di investimento e che ritengono che i temi ESG occupino una rilevanza "importantissima" o almeno "molto importante". In merito si segnala come il 45% degli intervistati (F.F.S. 2022) dichiarino estremamente rilevanti gli aspetti di sostenibilità e responsabilità nella definizione degli obiettivi strategici a lungo termine⁴⁸. L'attenzione verso tali aspetti è particolare se si considerano taluni settori indagati, quali manifatturiero e utilities.

La considerazione dei temi ESG nell'ambito delle politiche di investimento perseguite da operatori specializzati e investitori istituzionali riceve una notevole spinta da parte di

⁴⁶ PMI italiane e transizione ecologica, Profili ESG e finanza sostenibile; Forum per la Finanza Sostenibile; novembre 2022.

⁴⁷ L'innovazione della governance e delle strategie nei settori delle public utilities; R. Mele, R. Mussari; il Mulino; 2009.

⁴⁸ PMI italiane e transizione ecologica, Profili ESG e finanza sostenibile; Forum per la Finanza Sostenibile; novembre 2022.

numerosi *players*, in primis da quelli coinvolti lungo la *value chain*. Più specificatamente, si parla di vere e proprie pressioni derivanti da clienti, indistintamente tra consumatori o altre imprese, come nel 29,6% dei casi, oltre che dai soggetti posti a monte quali fornitori che richiedono sempre più attenzione verso l'inclusione delle tematiche di sostenibilità nei processi produttivi.

Il settore di appartenenza interessa in tal senso i soggetti che esercitano maggiori pressioni alle imprese. Seguendo questo approccio, si evidenzia come le richieste da parte dei clienti siano frequenti nel settore della logistica; secondo soltanto al manifatturiero i quali attori vedono sollecitazioni da parte della clientela nel 40,9% dei casi intervistati. Accanto a questi soggetti, rientrano nel novero di persone e istituzioni che apportano una spinta verso la considerazione di temi ESG anche investitori e dipendenti, seppur in quantità inferiore. Complessivamente, le piccole e medie imprese italiane dichiarano che investitori e dipendenti risultano protagonisti, richiedendo una particolare attenzione verso queste tematiche, solo nel 8,4% sulla totalità dei casi, secondariamente a banche e altri istituti finanziari. Quest'ultimi, infatti, dimostrano un interesse specifico nei confronti di imprese operanti nel settore delle utilities, specialmente se confrontato con il totale delle 415 aziende coinvolte nell'indagine.

A parere di chi scrive tuttavia, il dato che desta maggior interesse è rappresentato dalla quota di imprese alle quali non viene rivolta alcuna richiesta specifica sui temi di sostenibilità. Si segnala infatti come 210 imprese su 415 intervistate nel corso dell'indagine condotta da Cerved Group non vedano rivolgersi alcuna pressione per implementare strategie rivolte ad una maggiore sostenibilità dai vari operatori. Il motivo di questo scarso interesse da parte degli stakeholders potrebbe essere insito nella loro altrettanto scarsa attenzione verso queste tematiche. Pertanto, l'incentivo ad adottare politiche di sostenibilità non sembra essere fornito dai vari stakeholders legati all'impresa, la quale pone tuttora l'attenzione sui notevoli rischi ascrivibili all'implementazione di tali politiche. L'aumento dei costi per nuovi investimenti, pur rappresentando una componente di costo non indifferente, è solo uno dei numerosi rischi legati al raggiungimento di strategie di sostenibilità. Infatti, l'aumento dei costi di gestione sembra essere il principale rischio dovuto ad una maggiore sensibilità verso la sostenibilità. Tra questa tipologia di costo vengono individuati, ad esempio, una maggiore complessità nell'attività di reportistica e comunicazione, sia interna che esterna, un continuo aggiornamento circa i temi ESG in capo al management e, non ultimo, una costante

integrazione di nuove attività nel business. Ne deriva un notevole rallentamento dell'operatività aziendale che potrebbe incidere negativamente nelle performance tipiche tale da voler abbandonare, nel breve e medio periodo, la concretizzazione di nuovi processi maggiormente efficienti sul piano energetico. L'aggravio dei costi in capo alle imprese sembra poi essere maggiorato se vi si considerano anche le difficoltà burocratiche e legali, di cui parleremo poi, ed una sostanziale inadeguatezza delle competenze interne proprie del personale e collaboratori dell'impresa cui richiede una costosa e continua formazione professionale.

Dallo studio condotto da Cerved Group e Cerved Rating Agency insieme al Forum per la Finanza Sostenibile (2022) emerge una particolare attenzione riposta dalle PMI italiane verso quasi esclusivamente i costi legati alla sostenibilità, specie di carattere ambientale, le quali mettono in secondo piano i benefici ottenibili.

Tuttavia, le opportunità son ben presenti e legate, come per i costi, alla transizione ecologica. Sul piano teorico, infatti, i benefici conseguibili sono notevoli e comportano un miglioramento della situazione economico-reddituale in capo alle imprese. Se da un lato vi è un aumento dei costi per i motivi appena elencati, dall'altro emergono vantaggi attribuibili in prima battuta ad una maggiore reputazione cui godrebbe l'impresa nel mercato, oltre che un sostanziale risparmio nei costi di gestione dato dall'efficientamento energetico nei processi produttivi. Inoltre, cambiamenti nelle preferenze della domanda, anch'essa sempre più consapevole dell'importanza della transizione ecologica, permettono alle imprese più virtuose il lancio di nuovi prodotti e servizi green, garantendo in capo a queste maggiori quote di mercato e la penetrazione in nuovi business.

Alla luce dei non pochi benefici conseguibili permane tuttavia la convinzione che i costi derivanti da politiche maggiormente sostenibili siano superiori ai maggiori ricavi, o minor costi, derivanti da quest'ultime.

Vi è però un'ulteriore considerazione da fare circa l'orizzonte temporale dei flussi di cassa in uscita e quelli in entrata, la quale potrebbe spiegare in parte l'orientamento discordante delle imprese italiane. Infatti, i flussi di cassa in uscita, prevedibilmente di notevole portata, ineriscono ad investimenti necessari nel breve periodo. Differentemente, il risparmio derivante da minori costi operativi è conseguibile soltanto nel lungo periodo, alimentando la

convinzione in capo agli operatori secondo la quale il confronto tra rischi e opportunità risulta sfavorevole.

Ciononostante, le opportunità siano per quantità e per diversa natura numerose, il grado di conoscenza delle imprese italiane in merito è definibile come scarso. Approfonditamente, il PNRR rappresenta un'opportunità considerevole in quanto prevede l'investimento di circa 191 miliardi di euro in sei distinti ambiti: digitalizzazione, innovazione, competitività e cultura, rivoluzione green e transizione ecologica, infrastrutture per una mobilità sostenibile, istruzione e ricerca, inclusione e coesione e per ultima salute. Nel caso specifico in materia di sostenibilità e transizione ecologica, le piccole e medie imprese italiane dimostrano essere molto poco informate nella metà dei casi ascoltati da Cerved (2022) e che, anche qualora lo fossero, si reputano scettiche nei confronti dei requisiti specifici per poter accedere ai fondi stanziati.

Meritatamente alle aspettative riposte dagli operatori economici circa l'impiego del capitale stanziato, si prevede una forte concentrazione in due progetti di prossima implementazione, riduzione dell'impatto ecologico dei processi produttivi e digitalizzazione infatti sono dichiaratamente le due destinazioni preferite dalle PMI italiane rispettivamente nel 45% e 36,7% dei casi rispondenti⁴⁹, seguiti poi da ricerca e sviluppo, riorganizzazione della gestione aziendale e, in ultimo, sviluppo di politiche di inclusione sociale.

In conclusione, possiamo affermare che le imprese italiane riconoscono come centrali le tematiche ESG nella fase di definizione delle strategie di investimento perseguibili nel futuro prossimo, ma al contempo espongono a maggiori rischi, specie nel breve periodo dato l'ammontare del fabbisogno di capitale richiesto per la realizzazione degli obiettivi di sostenibilità che il mercato richiede. Tale processo rappresenta quindi un ostacolo che potrebbe essere in parte superato grazie al ricorso alla finanza alternativa che, grazie all'expertise degli operatori specializzati, rappresenta una considerevole leva di crescita per le imprese italiane.

⁴⁹ PMI italiane e transizione ecologica, Profili ESG e finanza sostenibile; Forum per la Finanza Sostenibile; novembre 2022.

2.4 L'influenza dei temi ESG nella prassi valutativa, *disclosure* e il problema della disponibilità dei dati per i gestori dei fondi di private equity

Nel corso degli ultimi anni numerosi studi hanno cercato di approfondire la relazione che sussiste tra l'*Enterprise Value*, le performance aziendali e l'attività ESG. Più precisamente, la letteratura economica ha recentemente ipotizzato un possibile legame che intercorre tra le determinanti ESG, l'attività di report di questi fattori e il valore economico proprio dell'impresa. La questione che ora si propone riguarda quindi il modo e la misura in cui l'attività ESG e la sua divulgazione all'esterno possano influenzare, positivamente o negativamente, l'*Enterprise Value* e le performance tipiche aziendali. L'attività di *disclosure*, finalizzata a dare contezza agli stakeholder dell'impresa dell'impegno riposto da questa nei fattori ESG, ha dei riflessi non trascurabili nel processo di valutazione aziendale in quanto riduce le asimmetrie informative tra i vari soggetti coinvolti con l'impresa.

Tuttavia, in prima battuta non possiamo ancora affermare se l'impegno nei fattori ESG abbia un impatto positivo o negativo nei valori aziendali. Tantomeno possiamo trarre delle conclusioni circa le circostanze in cui tale impegno apporti dei benefici o possa, alternativamente, cagionare dei costi e rischi in capo all'impresa e agli investitori.

Una prima e importante considerazione è che maggiori informazioni fornite agli stakeholders e investitori conducono questi a prendere scelte più razionali in quanto è sufficientemente informato circa i punti forza e di debolezza in relazione alle strategie di sostenibilità, incidendo positivamente sulla valutazione aziendale.

Parallelamente, un potenziale investitore potrebbe vedere l'assiduo impegno nella sostenibilità come un tentativo da parte dell'impresa di migliorare la propria immagine nei confronti del mercato. Tale tendenza è confermata anche dall'indagine condotta da Cerved Group (2022) in quanto, secondo gli operatori intervistati, i maggiori benefici derivanti dall'attenzione alle tematiche ESG siano riconducibili a meri vantaggi reputazionali. Pertanto, si parla di '*greenwashing*' quando l'impresa adotta delle politiche di comunicazione verso l'esterno volte a coprire la sua vera attività, dando quindi un'immagine '*environmental friendly*' al pubblico. Tale pratica, spesso diffusa tra le società di fatto poco propense ad implementare strategie incentrate sulla vera sostenibilità, può pregiudicare l'opinione dei potenziali investitori poiché è sintomo di una scarsa sincerità da parte dell'impresa stessa. Sul

piano economico-finanziario, inoltre, il fenomeno del *greenwashing* è negativamente associato alle performance aziendali in quanto presenta una relazione inversa rispetto al dato *cumulative abnormal returns*, ovvero la differenza tra i ricavi conseguiti all'istante t e i ricavi *expected* nello stesso istante, in quanto il mercato riesce ad identificare le imprese effettivamente rispettose dei temi ESG rispetto a quelle *greenwashers*⁵⁰.

La questione, ormai annosa, circa gli effetti derivanti dall'attività di disclosure in capo alle performance finanziarie ed economiche proprie dell'impresa, oltre che sul suo valore economico, ha visto nel tempo notevoli contributi da parte della letteratura economica, gran parte di essi concordanti nei risultati ottenuti. Tra i più meritevoli di menzione vi è quello secondo il quale le strategie improntate verso la sostenibilità, ambientale e sociale soprattutto, riescono a migliorare sensibilmente l'Enterprise Value⁵¹. Ad esempio, volendo adottare un approccio *resource-based view* dell'azienda, il management che risulta motivato sul piano della sostenibilità ambientale e sociale riesce ad attrarre più facilmente personale qualificato. Ancora, talune attività riescono a intensificare e rafforzare i rapporti che sussistono tra l'impresa stessa e i suoi stakeholders (Branco & Rodrigues, 2006), in favore di una massimizzazione del valore economico nel lungo termine⁵². Ciò spiega il comportamento affermatosi da oltre vent'anni tra le imprese, specie di grandi dimensioni, le quali hanno intensificato la loro attività di disclosure per legittimare le proprie condotte e godere poi di una migliore reputazione nel mercato. Secondo uno studio condotto da KPMG (2011) infatti, le società che rendono nota le loro politiche di Corporate Social Responsibility (CSR) attraverso l'attività di report sono cresciute sensibilmente. Nel 1996 solo 300 società in tutto il mondo pubblicavano tali resoconti mentre ad oggi si contano più di 7000 unità.

Se è pur vero che le imprese sono incentivate, per varie ragioni già menzionate, a rendicontare la propria situazione riguardante le strategie ESG implementate, dall'altro lato talune imprese, con riferimento esplicito al contesto produttivo italiano, ancora non percepiscono pienamente i benefici che questa rendicontazione potrebbe comportare, vedendo quindi l'obbligatorietà di questa come lontana e di scarsa utilità. Bensì, il ragionamento che spesso e volentieri le piccole e medie imprese compiono in tal direzione vede come punto centrale la

⁵⁰ How the Market Values Greenwashing? Evidence from China; Journal of Business Ethics; 2014.

⁵¹ M.E. Porter, M.R. Kramer; Creating shared value; Harvard Business Review; 2011

⁵² M.C. Jensen; Value maximization, stakeholder theory, and corporate objective function; Business Ethics Quarterly, Vol. 12; 2002.

corresponsione dei costi che tali report causano sulle finanze dell'impresa. A tal proposito, vi sono pareri contrastanti in letteratura in quanto taluni affermano che il profitto per gli azionisti viene massimizzato grazie al singolo impegno nei fattori di sostenibilità sociale, a danno di quella strettamente ambientale⁵³. Inoltre, studi condotti negli anni più recenti continuano ad affermare che i payoffs derivanti dall'attività ESG, generalmente intesa, comunque non eccedono i costi necessari per affrontare tali politiche. Non solo, evidenze empiriche dimostrano che le società particolarmente impegnate in iniziative rispettose dell'ambiente naturale, o comunque vincitrici di premi 'green' vedono *cumulative abnormal returns* negativi. Ciò suggerisce che tali imprese vengono punite dalla platea di potenziali investitori in quanto quest'ultimi percepiscono tale impegno come un investimento costoso e rischioso⁵⁴.

Gli investitori, quindi, apprezzano e ben vedono le società che ripongono particolare attenzione nella sostenibilità, particolarmente sociale, a scapito di quella ambientale, poiché evidenze più recenti mettono in luce come le condotte socialmente responsabili comportino un impatto positivo nelle performance finanziarie, oltre che sulla valutazione dell'*Enterprise Value*. Ancora, considerando la '*stakeholder theory*' elaborata da Freeman⁵⁵, tale impegno meglio soddisfa, a parità di ogni altra condizione, gli interessi stanti in capo a soggetti quali debitori, finanziatori, dipendenti, fornitori e clienti, permettendo un maggior potere contrattuale in capo all'impresa e, contestualmente, una riduzione del rischio globale. Alla luce di quanto esposto, anche la letteratura economica più affermata⁵⁶ concorda sull'ipotesi secondo la quale tale responsabilità "può essere più di un costo, un vincolo, o un atto caritatevole, ma può essere fonte di numerose opportunità, innovazioni, oltre che di un effettivo vantaggio competitivo".

Per ciò che riguarda l'attività di disclosure condotta dalle singole imprese vi è da fare una considerazione preliminare. Per comprendere appieno gli effetti sulla situazione finanziaria dell'impresa, è infatti necessario far presente che le motivazioni che spingono l'organizzazione

⁵³ M. Friedman; The social responsibility of business to increase its profits; New York Times Magazine; 1970.

⁵⁴ K. Fisher - Vanden; K.S. Thorburn; Voluntary corporate environmental initiatives and shareholders wealth; Journal of Environmental Economics and Management; 2011.

⁵⁵ R.E. Freeman; Stakeholders management. A strategic approach; Marchfield; 1984.

⁵⁶ M.E. Porter, M.R. Kramer; Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility; Harvard Business Review; 2006.

a redigere un report ESG sono molteplici e riflettono le diverse condizioni nelle quali l'impresa stessa versa.

In tal senso, *Verrecchia*⁵⁷ e *Dye*⁵⁸ si sono chiesti il perché un'impresa rediga volontariamente un report ESG e che effetti pratici comporti tale decisione. L'impresa, di fatto consapevole di avere scarse performance ESG, non è per nulla incentivata a dare conoscenza delle proprie politiche di sostenibilità e preferiscono quindi evitare di fare disclosure. Alternativamente, un'impresa con elevate performance è più facile che si impegni nell'attività di report proprio per dare contezza ai vari attori coinvolti che questa adotta comportamenti virtuosi sul piano ambientale, sociale e di governance interna all'organizzazione. Adottando questo ragionamento, si può affermare che l'intensità dell'attività di report ESG è sintomo di una performance sociale, ambientale e di governance positiva. Vi è quindi una relazione diretta tra intensità e performance ESG.

Ciò trova supporto anche dagli studi condotti da *Cahan*⁵⁹ che muove un'ulteriore considerazione. Tali trattazioni, infatti, suggeriscono che vi è una relazione diretta tra performance ESG e quelle finanziarie così che imprese ad alta intensità di report sulla sostenibilità scontano anche tassi minori nel costo dell'equity, vedendo quindi un maggiore valore economico.

Un approccio alternativo seguito da *Brown e Deegan*⁶⁰ vede invece l'uso sistematico dei report ESG per camuffare, e allo stesso tempo legittimare, l'effettiva condotta realizzata dall'organizzazione al fine di godere di una reputazione migliore nel mercato. Ad esempio, un'impresa potrebbe redigere report ESG per prevenire e alleviare gli effetti negativi causati dall'attività tipica dell'impresa. Quanto appena esposto ha un riflesso non indifferente, non tanto per le imprese viziose, ma per le imprese che vedono performance ESG elevate. In relazione a quest'ultime, infatti, si può affermare che potrebbero decidere di adottare una strategia "*low level of disclosure*" in quanto potenziali investitori vedrebbero tali sforzi

⁵⁷ R.E. Verrecchia; Discretionary disclosure; Journal of Accounting and Economics; 1983.

⁵⁸ R.A. Dye; Disclosure of nonproprietary information; Journal of Accounting Research; 1985

⁵⁹ S.F. Cahan; Corporate social responsibility and media coverage; Journal of Banking & Finance, Vol. 59; 2015.

⁶⁰ N. Brown & C. Deegan; The public disclosure of environmental performance information - A dual test of media agenda setting theory and legitimacy theory; Accounting and Business Research; 1998.

eccessivamente costosi per l'impresa, in riferimento agli investimenti necessari per avere un rating ESG elevato, dannosi quindi per gli interessi della totalità dei soggetti coinvolti⁶¹.

Alla luce del quadro appena descritto, ovvero capite le determinanti che portano il management a voler redigere dei report sulle strategie rivolte alla sostenibilità implementate dall'impresa, si apre la questione circa l'utilità che operatori specializzati di private equity e investitori istituzionali possono trarre da questi dati per realizzare le loro strategie di investimento e quindi le varie problematiche che ne derivano.

Una prima quanto doverosa precisazione riguarda il perché gli operatori di private equity, congiuntamente con gli investitori istituzionali, richiedono frequentemente dei report riguardanti le performance ESG dell'impresa in oggetto. A tal proposito, funzione principe dei report ESG per le Società di Gestione del Risparmio (talvolta abbreviate con l'acronimo SGR) nasce dalla volontà di queste di voler mappare puntualmente i rischi a cui l'investimento è soggetto. Pertanto, si parla di rischio ESG relativamente alla componente di rischio derivante dalle performance di sostenibilità ambientale, sociale e di governance interna all'organizzazione ed esterna ad essa. Tale rischio ha quindi un impatto sulle performance dell'impresa e quindi sul fondo di private equity, formato tenendo in considerazione anche di questa componente. Tuttavia, per mappare il rischio ESG, la SGR necessita degli scores espressivi delle performance di sostenibilità, talvolta suddivisi nelle tre macrocategorie di rischio. Questo passaggio, all'apparenza immediato e poco oneroso, risulta al quanto delicato sin dal suo principio per una semplice quanto determinante ragione. Si fa riferimento esplicito al fatto secondo il quale le piccole e medie imprese italiane non fanno disclosure ESG per diversi motivi, ovvero:

- non vi è ancora alcuna obbligatorietà per queste di procedere a tale attività;
- problema di knowledge in capo al management e quindi un difetto di competenza che ricade su altri soggetti, nel nostro esempio sulle SGR;
- problema dimensionale, in quanto allo stato attuale solo una piccola parte delle società quotate nei mercati regolamentati procedono all'attività di disclosure ESG.

⁶¹ E.H. Kim & T.P. Lyon; Greenwash vs. brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure; Organization Science; 2015.

Per ovviare a tali problematiche al fine di mappare il rischio ESG sottostante l'impresa, la prassi, ormai consolidata, vuole che gli analisti ricorrano a due approcci di diversa natura.

Un primo approccio, forse il più utilizzato, consiste nel fornire un tool alle imprese in cui le SGR e investitori istituzionali vogliono accedervi con il capitale di rischio. Seguendo questa metodologia, le imprese oggetto di investimento vedono la richiesta di accesso ad una piattaforma a cui queste sono invitate ad accedervi per rispondere ad un questionario avente ad oggetto le varie tematiche ESG. L'immediatezza di questo metodo viene meno sin dalla sua nascita, ovvero quando chi deve elaborare le risposte fornite dalle varie imprese rispondenti deve inizialmente formulare il questionario avente caratteristiche customizzate sia per settore che per tipo di produzione. Considerando la natura e composizione dei fondi di private equity, si perviene ad una prima problematica data dall'eterogeneità dei settori in cui tale fondo va a inserirsi che implica anche la redazione di molteplici questionari, ognuno diverso tra loro nel contenuto.

Una volta che l'analista è in possesso delle risposte fornite dalle imprese oggetto di investimento, questo è in grado di raccogliere tutte le informazioni, sia di natura qualitativa sia quantitativa, al fine di pervenire ad uno score ESG numerico. Tale dato, singolarmente considerato, è espressivo delle politiche di sostenibilità intraprese dall'impresa valutata permettendo una mappatura globale, assieme alla valutazione degli altri principali profili di rischio (ad esempio di liquidità e di mercato). Lo score ESG, così pervenuto, risulta affidabile in quanto è frutto di un'elaborazione basata sulle risposte ricevute dall'impresa stessa.

L'utilità dello score ESG risulta duplice in quanto l'analista si serve di questo per due finalità:

- mappatura del rischio ESG guardando al dato in valore assoluto e l'evoluzione di questo grazie all'analisi del trend di anno in anno. Per quest'ultima risulta però necessario il possesso di una serie storica di scores osservata nel corso degli anni;
- progetto di engagement, ovvero la SGR è in grado di influenzare le strategie ESG delle imprese che necessitano questo tipo di guida.

L'utilizzo di questionari permette quindi di ovviare al problema della scarsità, per non dire totale assenza per alcuni tipi di imprese, degli scores ESG garantendo in capo alle SGR una

mappatura del rischio globale dell'investimento, con particolare riferimento al rischio di sostenibilità.

Il secondo tipo di approccio, di carattere alternativo o quantomeno sussidiario al primo, prevede il ricorso a metodi statistici che permettono la stima, attraverso modelli di AI, degli scores ESG. In tal direzione, applicando gli scores medi e noti di settori simili che sono già stati oggetto di valutazione da parte degli analisti, si perviene ad una stima, più o meno significativa, della realtà aziendale prossima alla valutazione.

In relazione a questo secondo ed ultimo approccio vi è da fare una dovuta precisazione in merito alla bontà e all'utilità di questo dato così estrapolato. Infatti, lo score derivato dal processo di stima utilizzando dati di settori simili non deve essere un vero e proprio criterio di investimento, presumendo che le imprese in oggetto si comportino in maniera del tutto simile a quelle già analizzate ma, piuttosto, dovrebbe essere vista come un'assunzione, seppur molto forte.

2.5 La rendicontazione ESG e il bilancio di sostenibilità

Nel corso degli ultimi anni, specialmente con il presentarsi delle problematiche connesse al cambiamento climatico e successivamente a quelle legate alla pandemia da Covid-19, si è assistito ad una maggiore necessità di integrare processi sostenibili, su diversi piani, nelle strategie aziendali. Sostanzialmente, si assiste quindi al cambiamento del modello economico, improntato sulla circolarità dello stesso.

Il tema in questione, particolarmente sensibile alle istituzioni, in primis di matrice comunitaria, si colloca in un panorama legislativo molto ampio. Infatti, le istituzioni europee, attraverso l'Agenda ONU 2030 hanno definito 17 obiettivi di sviluppo sostenibile chiamando gli attori economici a passare da un modello economico lineare verso uno circolare, rispettando taluni criteri di sostenibilità definiti dall'Organizzazione stessa come "improrogabili" data l'oggettiva urgenza.

L'attività di rendicontazione ESG e reporting aziendale gioca un ruolo essenziale nel raggiungimento di questi obiettivi essenziali. Infatti, i documenti di bilancio, la quale redazione è obbligatoria al ricorrere di certi presupposti (dimensionali e legislativi, ad esempio) che riflettono l'attività svolta dall'impresa risultano, alla luce delle tematiche di sostenibilità emergenti, influenzati, seppur mediamente e implicitamente, dalle politiche ESG poste in essere. Non solo, anche le azioni intraprese dalle varie istituzioni europee hanno un impatto nella vita quotidiana delle imprese operanti.

A testimonianza di quanto appena detto, numerose sono le iniziative promosse da organizzazioni europee e sovranazionali, tra le quali vi è il *Green Deal*, l'Agenda 2030 dell'ONU con i *Sustainable Development Goals*, ovvero azioni volte a contrastare il fenomeno del cambiamento climatico, riducendo la dipendenza del tessuto economico europeo dal carbone. In tal senso, tali iniziative vedono l'imposizione di modelli di business alle imprese che rispettino una maggiore sostenibilità, economica, sociale, ambientale e, per ultima, di governance.

Tuttavia, la transizione ecologica imposta agli agenti economici, risultando un processo evolutivo oneroso per questi, deve essere accompagnata con una normativa oggettiva, che fissi dei criteri premiali per le imprese virtuose in un senso e che, allo stesso tempo, imponga l'adozione di strategie maggiormente sostenibili per quelle viziose.

Il ruolo chiave per il raggiungimento di questi obiettivi è quindi un impianto normativo chiaro e definito, che non crei incertezze in capo alle imprese, investitori e stakeholders in generale. In questo senso, l'imposizione di una rendicontazione "non finanziaria" è il punto centrale per dare importanza alle performance ESG proprie dell'impresa. Parimenti, la rendicontazione delle performance economico-finanziarie dell'impresa risulta un incentivo per questa in favore di un progressivo miglioramento delle stesse, di un aumento del valore per gli azionisti e per tutti gli attori coinvolti. Così come per le performance economiche e finanziarie dell'impresa, anche il rating ESG, espressivo di quelle non finanziarie, costituisce un incentivo al miglioramento volto a limitare l'impatto dell'attività aziendale, dando concretezza agli obiettivi imposti a livello comunitario.

L'introduzione di una disciplina volta a regolamentare la divulgazione all'esterno delle performance di sostenibilità risulta quindi fondamentale, per diverse ragioni. In prima battuta, l'attività di disclosure risulta favorevole per gli investitori stessi, i quali hanno quindi la capacità di implementare le proprie strategie di investimento basate non solo su parametri e dati economico-finanziari, ma anche sulle performance di sostenibilità, avendo quindi una mappatura del rischio maggiore ed espressiva di più fenomeni, altrimenti di difficile rappresentazione.

Alternativamente, la totale assenza di una normativa puntuale e precisa permetterebbe una sostanziale arbitrarietà nell'attività di disclosure ESG in capo alle imprese, favorendo la sola analisi della situazione economico-finanziaria dell'impresa. La predisposizione di strumenti univoci alle imprese per la rendicontazione ESG sarebbe quindi propedeutica ad una maggiore attenzione verso questi aspetti, contrastando il fenomeno della "miopia manageriale"⁶². Risultati finanziari e performance ESG godranno quindi di un legame più forte, garantendo un modello economico che operi in favore di una sostanziale sostenibilità, che non prescindere da criteri rispettosi dell'ambiente e della società nella quale le imprese operano.

L'obbligatorietà della rendicontazione, insieme alla sua uniformità, comporterebbe degli effetti anche sull'orizzonte temporale che l'investitore deve prendere in considerazione nelle proprie scelte di investimento. La predisposizione di standard univoci per la divulgazione ESG instaurerebbe negli investitori la consapevolezza dei rischi derivanti da investimenti in attività poco sostenibili, incentivando questi a considerare attività che godono di rating ESG più

⁶² ESG: Bilancio di sostenibilità e integrated reporting; P. Tettamanzi, V. Minutiello; Wolters Kluwer; 2022.

elevati, i quali comporterebbero rendimenti attesi più elevati ma conseguibili solo in un orizzonte temporale più esteso. Tale orizzonte quindi, da considerare nella definizione della strategia di investimento, è sempre più di lungo periodo e basato sulla sostenibilità intergenerazionale, piuttosto che intra-generazionale. In tal senso, l'assetto strategico delle imprese operanti in Italia, considerato non più sostenibile, non deve dipendere solamente dalla remunerazione per gli azionisti e i relativi interessi, ma deve piuttosto inserirsi in modello che enfatizzi la creazione di valore per tutti i portatori di interesse, che risulti quindi condiviso tra loro e corrisposto nel lungo periodo. Per questa ragione, il processo di sensibilizzazione che sfoci verso la finanza alternativa e sostenibile deve necessariamente essere stimolato da una maggiore conoscenza, in capo alla società intera, delle politiche di investimento conseguite dalle singole imprese, coerenti con gli obiettivi imposti dallo sviluppo sostenibile dell'economia reale. Ciò è possibile attraverso l'integrazione di informazioni "non finanziarie", proprie delle tematiche ESG, con quelle esposte con la redazione dei tradizionali documenti di bilancio. Nel nostro caso che prende in esame i fondi di investimento alternativi (o FIA), il Regolamento impone in capo alle SGR una sostanziale trasparenza degli effetti negativi per la sostenibilità a livello di prodotto finanziario. In tal direzione, qualsiasi partecipante ai mercati finanziari alternativi è tenuto a corrispondere una spiegazione "chiara e motivata" che indichi, in caso affermativo, in che modo un prodotto finanziario, nel caso in specie i FIA, prenda in considerazione gli effetti negativi sui fattori ESG. Ancora, se un fondo di investimento alternativo promuove tematiche ambientali, sociali, di buona governance o una combinazione di esse, le comunicazioni in materia di trasparenza nell'informativa precontrattuale ai soggetti indicati dal Regolamento stesso devono contenere:

- informazioni su come tali tematiche siano rispettate;
- la designazione di un indice di riferimento e l'indicazione di come tale indicatore sia coerente con le caratteristiche ambientali, sociali e di buona governance.

Così esposto, il concetto di sostenibilità risulta di facile comprensione ma è connotato, al giorno d'oggi, da una indubbia difficoltà nella sua misurazione in quanto non vi sono sostanzialmente dei criteri oggettivi volti a concretizzare numericamente il rischio ESG. Infatti, il modo in cui le società di gestione del risparmio, detentori di fondi di private equity,

raggiungono tale dato prescindendo da una qualsiasi imposizione normativa ma piuttosto, è basato su un processo caratterizzato da una forte arbitrarietà insita nelle risposte fornite dalle società rispondenti ai suddetti questionari.

Inoltre, vi è da aggiungere a tal proposito come il rating ESG così pervenuto rimane solo ed esclusivamente nella disponibilità materiale dei gestori dei fondi di private equity, avente quindi una sola utilità interna alle società di gestione del risparmio, oltre che ai partecipanti al fondo, e pertanto non raggiungibili da chiunque risulti interessato.

Ancora, in ambito economico-finanziario sono disponibili numerosi dati resi disponibili a chiunque e caratterizzati da una sostanziale uniformità, anche a prescindere dal soggetto valutatore. Un chiaro esempio è fornito da ricchi database (ad esempio Bloomberg) che forniscono un'analisi dettagliata della situazione economica e finanziaria delle imprese. Altrettanto non si può affermare per gli scores ESG, specialmente in relazione ai criteri secondo i quali le singole agenzie di rating, ad esempio *Moody's ESG Solutions*⁶³ o *MSCI ESG Research Group*, maturano un punteggio numerico. La causa di questa scarsa disponibilità risiede in più aspetti:

- scarsa trasparenza circa i criteri adottati dalle singole agenzie di rating al fine di corrispondere un punteggio ESG alla singola attività, non favorendo quindi il confronto tra i rating prodotti dalle agenzie stesse;
- essendo il punteggio ESG costituito da 3 macro-fattori, risulta spesso complicato ponderare questi attraverso un metodo oggettivo;
- mancanza di un impianto normativo caratterizzato da omogeneità dei criteri per le agenzie di rating, le quali adottano un metodo discrezionale diverso per ognuna;
- infine, non vi è alcun obbligo specifico in capo alle singole imprese di rendicontazione ESG ed è, forse, il punto cruciale ai fini di questa analisi.

In questa direzione, le organizzazioni sovranazionali rivolgono la propria attenzione nei confronti delle tematiche ESG, esercitando notevoli pressioni al fine di eliminare ogni

⁶³ A tal proposito si ringrazia Simonetta Bono, Associate Director Relationship Manager di Moody's ESG Solutions.

componente arbitraria attraverso l'uniformazione dei criteri grazie ai quali si perviene ad uno score ESG trasparente, basato su assunzioni univoche e resi disponibili ad una platea più ampia e responsabile. Fare riferimento a modelli giudicati uniformi risulta quindi una caratteristica fondamentale per la totalità dei portatori di interesse, investitori istituzionali in primis, ai fini di una comprensione della realtà aziendale, anche in ottica temporale e di comparabilità con imprese diverse tra loro. In tal senso, il fascicolo di bilancio può e dovrebbe essere corredato da documenti aggiuntivi. Si fa esplicito riferimento a un documento c.d. "report di sostenibilità". Attraverso la divulgazione di informazioni contenute nel "*non financial reporting*", s'intende comunicare agli stakeholders le attività attuate dall'impresa aventi riflessi sull'ambiente, la società e l'organizzazione in senso ampio del termine. Non solo, l'implementazione di politiche ESG da parte dell'impresa, comunicata attraverso tali modalità, trova un collegamento con la strategia aziendale.

L'attività di reporting così avanzata può essere suddivisa in due categorie relativamente all'obbligatorietà o meno della divulgazione. Si parla a tal riguardo di rendicontazione di sostenibilità *voluntary* o *discretionary*, basata su standard di contenuto e di processo internazionali, con la quale il management decide, volontariamente, di rendere noto il "*sustainability risk*" alla platea di stakeholders. Parallelamente, si parla di rendicontazione *mandatory*, od obbligatoria, quando la stessa è prescritta dalla normativa vigente. In questo ultimo caso, l'impianto normativo nazionale e comunitario prescrivono l'adozione di standard internazionali per la divulgazione del report di sostenibilità.

Per quanto riguarda il modello di governance del rischio ESG comunemente adottato dalle SGR nello svolgimento dell'attività della gestione collettiva del risparmio nei fondi di private equity, nel rispetto dei regolamenti UE⁶⁴, non prende in considerazione i principali effetti negativi, c.d. *Principal Advers Effect* o PAI, nelle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità. Ciononostante, viene comunque adottato un modello di policy ESG formalizzato nell'ambito della regolazione interna in riferimento alle previsioni contenute nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, ovvero i fondi di private equity (FIA) che devono sostenere e promuovere caratteristiche ambientali e sociali, avendo come obiettivo l'investimento del risparmio in attività considerate sostenibili. A tal proposito, l'attività di gestione del risparmio e la mitigazione del rischio ESG sono caratteri essenziali nel sistema dei

⁶⁴ in merito si veda, ad esempio, il Regolamento UE 2019/2088.

controlli interni, coinvolgendo tutti i diversi livelli dell'organizzazione aziendale, partendo da quello apicale formato dal Consiglio di Amministrazione e dal Collegio Sindacale, dai *Key Manager*⁶⁵ e dall'alta dirigenza dell'organizzazione stessa.

L'attività di misurazione e mitigazione del rischio ESG è quindi condotta da parte della SGR e si inserisce nell'ambito dell'organizzazione dei controlli aziendali articolati in più livelli, ovvero abbiamo:

- controlli di “primo livello” o c.d. di linea, operati dalle singole funzioni aziendali;
- controlli di “secondo livello”, la cui responsabilità è in capo alle funzioni di compliance e due diligence, risk management e infine antiriciclaggio, ognuno competente per le suddette operazioni di controllo interno;
- controlli di ultimo o “terzo livello”, rimessi all'ufficio di Audit interno, al Collegio Sindacale e, in ultima istanza, al Consiglio di Amministrazione.

Sostanzialmente, vi è quindi una separazione, in primis gerarchica ma anche funzionale, dell'attività di controllo, monitoraggio e management del rischio ESG in capo alla SGR.

In quanto singola componente di rischio, nell'ambito di valutazione dell'esposizione a quello “globale”, la SGR considera comunemente anche il rischio di sostenibilità ma non gli effetti avversi sui fattori di sostenibilità.

Antecedentemente alla fase di commercializzazione del fondo di private equity, è prassi intraprendere quindi un processo di *due diligence* finalizzato a costituire la base informativa e documentale del fondo nei confronti dei potenziali investitori istituzionali considerevole, oltre ai fattori strettamente finanziari, legali e fiscali, anche quelli inseriti nell'ambito della sostenibilità.

A tal scopo, una volta assicuratosi che il profilo di rischio globale del fondo corrisponda alle dimensioni, alla struttura del portfolio e agli obiettivi di rendimento prefissati, relativamente alle diverse *exit strategies*. Tali obiettivi di investimento del fondo, se non diversamente specificato, corrispondono al rendimento minimo richiesto dal socio istituzionale, connotato

⁶⁵ così vengono individuati dal Regolamento dei FIA in materia di vigilanza bancaria e finanziaria da parte di Banca d'Italia.

da una discreta razionalità, per la compensazione del rischio. Occorre, in tal senso, che la SGR si doti di un modello di valutazione del rischio, al fine di renderlo noto ai partecipanti nonché investitori, che sia conforme alle statuizioni contenute nel Regolamento, e che consenta in prima istanza alla misurazione, analisi e quindi al monitoraggio del profilo di rischio globalmente inteso.

L'utilizzo di questo modello consente quindi la precisazione delle principali fonti di rischio del fondo, tra le quali anche quello legato alla sostenibilità, che sfoci alla formulazione quantitativa del c.d. *risk rating* e una classe di rischio (da trascurabile a molto elevato) che ineriscano ad una macrocategoria di rischio (alto, medio o basso).

In tal senso, il monitoraggio del profilo di rischio, totalmente considerato, risulta periodico e quindi non solo ex ante alla fase di commercializzazione del fondo. Ciò è ragionevole in relazione alla valutazione dei disinvestimenti, e non solo. Nel corso della vita di un fondo di private equity, in occasione delle operazioni avente ad oggetto nuovi investimenti, possono verificarsi delle uscite di cassa che richiedono un'attività di reporting e di divulgazione esterna alla SGR, in quanto possono ridurre il valore dell'investimento e il suo rendimento. Ancora, eventuali operazioni di investimento che possono intercorrere durante la vita del fondo e che, di conseguenza, possono comportare degli effetti, positivi o negativi, in capo ai sottoscrittori possono dare luogo a potenziali ristrutturazioni dei prestiti obbligazionari sottoscritti.

La politica di gestione dei rischi deve risultare aggiornata periodicamente in occasione di certi accadimenti. Solo grazie a tale attività potrà emergere la necessità di procedere alla formalizzazione di nuovi scenari, corredando l'informativa resa agli investitori di nuovi profili di rischio.

Limitatamente al rischio ESG, o di sostenibilità, anche la SGR è esposta a rischi di carattere ambientale, sociale e di governance che maturano principalmente dall'attività realizzata dai fondi e dalle loro imprese partecipate, o comunque società da loro finanziate. In tal senso, gli impatti del rischio ESG sono riconducibili a due tipologie, ovvero:

- impatti c.d. "interni", che incidono direttamente o mediamente, sulla sfera economico-finanziaria e patrimoniale della società di gestione del risparmio e quindi anche sul rendimento dei fondi di finanza alternativa;

- impatti c.d. “esterni”, attinenti alle modalità in cui le strategie di investimento incidono su altri aspetti che prescindono il patrimonio gestito, mediante i fondi, dalla SGR, oltre che sulla società stessa.

La rendicontazione attraverso il reporting periodico, in termini di contenuto, frequenza e destinatari, riveste quindi un’attività essenziale condotta dalle SGR e finalizzata alla comunicazione, tra gli altri soggetti, ai propri investitori.

In questo senso, per ogni fondo di investimento alternativo la SGR comunica periodicamente agli investitori informazioni specifiche in relazione alle tematiche di gestione dei rischi, tra i quali anche quello di sostenibilità. Oggetto della comunicazione periodica, oltre alle misure adottate per gestire la liquidità del fondo di private equity, vi è anche il profilo di rischio attuale, globalmente inteso, del fondo e quindi i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dalla SGR per gestire questi tipi di rischi. Inoltre, essenziale è la comunicazione agli investitori avente ad oggetto il rispetto, o meno, dei limiti di rischio prefissati prima della commercializzazione del fondo. Se questi dovessero essere superati, attraverso una valutazione ex post alla sottoscrizione del fondo da parte degli investitori, dovrebbe essere comunicato a quest’ultimi la descrizione delle circostanze che hanno portato a superare tali limiti e quindi le misure poste a correzione adottate dalla SGR.

Quanto appena descritto si inserisce in un rapporto ordinario e fisiologico della vita del fondo di investimento alternativo in relazione alla comunicazione esterna alla società di gestione del risparmio collettivo. Tuttavia, al ricorrere di eventi straordinari è necessaria la tempestiva comunicazione di tali avvenimenti al fine di non pregiudicare il soddisfacimento dell’interesse degli investitori. Adeguata documentazione verrà quindi resa tempestivamente al Consiglio di Amministrazione, congiuntamente al Collegio Sindacale della SGR, quando è ritenuto opportuno che, al verificarsi di eventi inattesi, il profilo di rischio del fondo di investimento superi quello stabilito ex ante, o che comunque vi sia un significativo timore che venga superato. Ciò è propedeutico all’adozione, da parte degli organi di controllo e di gestione della SGR, di misure correttive nel migliore interesse dei sottoscrittori del FIA. D’altro canto, tali organi hanno il potere di disporre specifiche documentazioni informative aventi ad oggetto la gestione del rischio per poterle rendere, straordinariamente, agli investitori del FIA.

3.1 Obiettivi e metodologia della ricerca

La ricerca condotta ha analizzato la capacità delle società di gestione del risparmio, congiuntamente agli investitori istituzionali, operanti nei fondi di private equity di influenzare le strategie di sostenibilità implementate dalle società partecipate da suddetti fondi di investimento alternativi, cosiddetti FIA.

La metodologia applicata è quindi di tipo sia qualitativo, attraverso considerazioni economico-finanziarie applicate alle realtà aziendali italiane che risultano essere oggetto di approfondimento, sia di tipo quantitativo-descrittivo attraverso un modello di regressione lineare. In merito a quest'ultimo aspetto, infatti, l'indagine propone un'analisi sintetica dell'impatto sul rating ESG in capo alle imprese partecipate da parte dei fondi di private equity. In questa direzione si è ritenuto opportuno iniziare l'indagine attraverso la ricerca presso la banca dati *AIDA (Analisi informatizzata delle aziende italiane)* al fine di ottenere due liste dettagliate di imprese, al fine di costruire due distinti campioni che rispettino determinate caratteristiche. Il primo campione è quindi formato dalle sole imprese italiane partecipate da fondi di investimento alternativi e che operano in diversi settori merceologici, il quale conta 10 osservazioni. In merito alla scarsità delle osservazioni si traggono delle conclusioni nel terzo ed ultimo capitolo, il quale tratta appunto tale problematica.

Per quanto riguarda il secondo ed ultimo campione, invece, questo conta 92 diverse imprese italiane, tutte operanti nei mercati regolamentati in Italia e che, a differenza del primo, non abbiano visto la partecipazione negli anni di fondi di investimento di private equity.

Il secondo passo effettuato, al fine di giungere all'obiettivo di tale indagine, ha visto l'utilizzo del database *Bloomberg* per pervenire agli scores ESG alla data del 31 dicembre 2021 per ogni impresa considerata nei due distinti campioni precedentemente costituiti. Più precisamente, la difficoltà nel pervenire agli scores ESG risiede sulla scarsa disponibilità e reperibilità dei punteggi stessi nel database utilizzato, specialmente negli anni precedenti al 2021.

I punteggi ESG, così ricavati, sono stati oggetto di una propria elaborazione al fine di trarre delle conclusioni in merito agli obiettivi del presente lavoro, rispondendo alle seguenti domande:

- in che modo e in che misura l'attività realizzata dalle SGR, oltre che dagli investitori istituzionali, influenza il rating ESG delle imprese da questi partecipate;
- data l'oggettiva scarsità dei punteggi ESG, come riescono le SGR e investitori a mappare il rischio ESG, o di sostenibilità, delle loro partecipate;
- una volta mappato il rischio di sostenibilità delle partecipate, che effetti questo può comportare sulle performance delle imprese partecipate e quindi, di riflesso, sulle performance dei fondi di private equity.

Al fine di rispondere a tali quesiti, si propongono gli esiti di tale indagine, inizialmente sotto un profilo squisitamente quantitativo per poi giungere alla spiegazione descrittiva sintetica di quanto emerso dal modello di regressione.

3.2 Dati e campione nel modello di regressione

L'obiettivo esplicito di questa analisi è volto alla ricerca di una possibile relazione tra l'attività di private equity e lo score ESG delle società partecipate.

I dati di seguito presentati sono stati oggetto di un'elaborazione attraverso un modello di regressione lineare che vede l'impiego di due regressori, ovvero una prima variabile qualitativa dummy data dall'assenza (0) della partecipazione di fondi di finanza alternativa, o dalla sua presenza (1) nelle imprese osservate. Il secondo ed ultimo regressore è dato dall'*Enterprise Value*, dato dalla capitalizzazione di borsa delle imprese dei due campioni.

Vengono quindi presentati i dati utilizzati per il modello di regressione lineare nella tabella seguente:

Impresa i	Score ESG	PE (0;1)	Market Capitalization (milioni €)
<i>A2a</i>	77,17	0	5240,41
<i>Acea</i>	71,67	0	3987,4
<i>Aeffe</i>	48,21	0	275,09
<i>Algowatt</i>	10,72	0	15,8
<i>Alkemy</i>	42,27	0	126,51
<i>Amplifon</i>	60,93	0	10675,36
<i>Aquafil</i>	44,48	0	392,34
<i>Avio</i>	58,79	0	308,4
<i>Beghelli</i>	43,87	0	88,25
<i>Bialetti</i>	36,48	0	42,1
<i>Biesse</i>	49,83	0	668,94
<i>Brembo</i>	72,75	0	4058,31
<i>Brunello cucinelli</i>	55,39	0	4127,6
<i>Buzzi</i>	62,08	0	3645,7
<i>Carel</i>	49,86	0	2660
<i>Cembre</i>	59,73	0	573,31
<i>Centrale del latte</i>	31	0	48,3

<i>Comer industries</i>	26,94	0	877,55
<i>Danieli officine meccaniche</i>	50,39	0	1648,62
<i>De Longhi</i>	70,88	0	4717,07
<i>Diasorin</i>	57,98	0	9368,54
<i>Dovalue</i>	33,45	0	334,8
<i>Edilizia Acrobatica</i>	27,96	0	143,11
<i>El.en</i>	52,09	0	1243,44
<i>Elica</i>	47,56	0	230,81
<i>Emak</i>	36,24	0	345,88
<i>Enav</i>	59,49	0	2127,02
<i>Enel</i>	79,18	0	71599,98
<i>Eni</i>	69,86	0	43255,83
<i>Esprinet</i>	49,74	0	637,34
<i>Exprivia</i>	31,77	0	105,09
<i>Fiera milano</i>	54,44	0	242,16
<i>Fincantieri</i>	72,98	0	1023,92
<i>Fineco</i>	60,65	0	9413,8
<i>Fine food farmaceutica</i>	48,6	0	375,51
<i>Fnm</i>	40,41	0	267,03
<i>Gefran</i>	52,47	0	162
<i>Geox</i>	69,02	0	273,08
<i>Gpi</i>	48,75	0	295,97
<i>Greenthesi</i>	23,61	0	92,41
<i>Gvs</i>	56,4	0	1843,01
<i>Il Sole 24 ore</i>	33,69	0	28,62
<i>Immobiliare Grande Distribuzione</i>	53,74	0	425,92
<i>Indel B</i>	20,38	0	152,24
<i>Infrastrutture Italiane</i>	51,62	0	10254,17
<i>Interpump</i>	25,83	0	6857,39
<i>Intesa San Paolo</i>	74,27	0	44115,22

<i>Irce</i>	50,09	0	82,81
<i>Iren</i>	75,84	0	3405,28
<i>Juventus</i>	46,58	0	960,44
<i>Landi renzo</i>	46,79	0	93,26
<i>Leonardo</i>	67,12	0	3624,44
<i>Maire</i>	63,73	0	1365,5
<i>Moncler</i>	68,54	0	17258,26
<i>Natuzzi</i>	17,11	0	153,49
<i>Newlatfood</i>	38,41	0	274,59
<i>Openjob</i>	45,41	0	176,2
<i>Ovs</i>	55,51	0	230,94
<i>Piaggio</i>	60,51	0	1026,33
<i>Piovan</i>	60,25	0	560,12
<i>Piquadro</i>	20,71	0	98
<i>Pirelli</i>	72,22	0	4433
<i>Portobello</i>	13,28	0	128,18
<i>Poste italiane</i>	65,05	0	15012,12
<i>Racingforce</i>	1,99	0	142,3
<i>Raiway</i>	57,05	0	1419,84
<i>Recordati Industria Chimica Farmaceutica</i>	63,75	0	9351,39
<i>Reply</i>	40,43	0	6672,77
<i>Rizzoli Corriere della Sera</i>	26,64	0	457,89
<i>Rosetti Marino</i>	16,83	0	139,84
<i>Sabaf</i>	66,71	0	269,32
<i>Saes Getters</i>	64,03	0	448,3
<i>Saipem</i>	79,78	0	1825,78
<i>Salcef</i>	56,33	0	1458,94
<i>Salvatore Ferragamo</i>	56,55	0	3785,4
<i>Saras Raffinerie Sarde</i>	65,07	0	523,81
<i>Seco</i>	33,15	0	988,54

<i>Sit</i>	47,27	0	262,09
<i>Sogefi</i>	64,38	0	139,6
<i>Sol</i>	32,8	0	1918,31
<i>Somec</i>	34,51	0	260,13
<i>Svas Biosana</i>	12,63	0	84,63
<i>Technogym</i>	50,17	0	1702,23
<i>Telecom</i>	67,52	0	9222,98
<i>Terna</i>	68,28	0	14299,08
<i>Tesmec</i>	59,5	0	64,39
<i>The Italian Sea</i>	21,41	0	338,94
<i>Tod's</i>	59,49	0	1630,85
<i>Unicredit</i>	66,69	0	30150,7
<i>Unieuro</i>	46,45	0	317,76
<i>Unipolsai</i>	59,74	0	1153,41
<i>Zignago</i>	56,04	0	1508,29
<i>Anima Holding</i>	57,55	1	1572,96
<i>Antares Vision</i>	51,45	1	821,08
<i>BFFbank</i>	38,38	1	1306,96
<i>Cerved</i>	56,34	1	1454,8
<i>Db group</i>	8,73	1	16,29
<i>Italmobiliare F.Ili Elia</i>	50,6	1	1032,75
<i>Labomar</i>	19,61	1	184,84
<i>Nexi</i>	36,94	1	18329,58
<i>Prgx</i>	26,91	1	114,98
<i>Sanlorenzo</i>	57,59	1	1306,81

Fonte: Bloomberg & AIDA

Tali dati sono stati quindi oggetto di analisi attraverso un modello di regressione lineare multipla il quale conduce alle risultanze che seguono, ovvero:

Tabella 1:

<i>Statistica della regressione</i>	
R multiplo	0,397966674
R al quadrato	0,158377474
R al quadrato corretto	0,141374998
Errore standard	16,53564073
Osservazioni	102

Fonte: elaborazione propria

Tabella 2:

	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>
Intercetta	47,2299056 9	1,858968634	25,4065102 8	3,63295E-45
PE (0;1)	- 8,51961848 7	5,512274001	- 1,54557238 7	0,125398629
Market Capitalization (milioni €)	0,00065020 8	0,000164569	3,95097118 8	0,000145998

Fonte: elaborazione propria

3.3 Osservazioni conclusive

I risultati emersi dall'analisi del modello suggerisce in prima battuta una relazione debole tra l'attività di private equity e lo score ESG delle società partecipate dai fondi di finanza alternativa. Ciò emerge dall'analisi dell'indice di adattamento R^2 ($= 0,158377474$) che risulta poco significativo per trarre delle conclusioni univoche in merito agli effetti che le SGR, attraverso l'attività di engagement, unitamente a quella degli investitori istituzionali, comportano in capo al rating di sostenibilità delle società che sono state oggetto di analisi.

Anche qualora si volesse trovare una qualsiasi relazione tra i due aspetti considerati nel modello, questa risulta negativa avendo la retta interpolante una pendenza negativa. Ovvero, la presenza dei fondi di investimento alternativi di private equity hanno degli effetti negativi nelle imprese considerate, sulla base della quantità e qualità delle osservazioni raccolte.

Tuttavia, vi sono delle considerazioni pratiche che meritano un puntuale approfondimento. Si fa un primo riferimento esplicito al Regolamento europeo 2019/2088 di cui si è discusso nel capitolo precedente. Il Regolamento volto a disciplinare l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari vede la sua introduzione a fine 2019, tuttavia, i primi obblighi operativi hanno trovato effettiva applicazione nel marzo 2021. Ciò ha quindi dei riflessi notevoli nelle politiche di investimento in capo alle SGR solo dopo la recente introduzione.

Come accennato nella premessa metodologica del presente lavoro, i dati osservati coincidono con l'obbligatorietà delle disposizioni contenute nel Regolamento stesso in quanto ricavati da Bloomberg al 31 dicembre 2021, quindi inerenti ad operazioni di private equity già avviate, o quantomeno commercializzate.

Le scelte di investimento compiute dalle SGR precedentemente a marzo 2021 non considerano, se non volontariamente, il rischio ESG delle società partecipate. Ciò configura indubbiamente un grosso limite nello studio condotto poiché le operazioni di private equity considerate portano una data anteriore agli obblighi effettivamente imposti dal Regolamento.

Ancora, la volontarietà sostanziale che vigeva fino a marzo 2021 nella considerazione del rischio ESG ha un duplice effetto che va ad inficiare la bontà del presente lavoro. Non essendo obbligatorio l'apprezzamento del rischio di sostenibilità in sede di pianificazione strategica, si è data fino al 2021 una scarsa rilevanza a queste tematiche, specie per le piccole e medie imprese italiane, a danno di dati e scores, resi disponibili alla platea di stakeholders e non solo,

i quali risultano ancora oggi scarsi e talvolta incompleti. A parere di chi scrive, l'inclusione obbligatoria del bilancio di sostenibilità a corredo dei documenti economico-finanziari potrebbe portare ad una pianificazione più puntuale, grazie ad una maggiore disponibilità di dati aventi ad oggetto le strategie di sostenibilità delle imprese.

Imponendo degli obblighi specifici nella rendicontazione non finanziaria si perverrebbe ad una sostanziale uniformità nei criteri di riconoscimento delle politiche di sostenibilità. Ad esempio, allo stato attuale, gli scores ESG impiegati in questo studio vedono come fonte il database Bloomberg, il quale perviene ad uno score sintetico dell'impresa utilizzando le risultanze rese pubbliche al mercato da parte della società stessa. Ciò implica che, lo score così calcolato sia influenzato dal soggetto valutatore, nella fattispecie Bloomberg. Ancora, le SGR si avvalgono di tool personalizzati, questionari ad esempio, per ricavarsi il profilo di rischio ESG delle partecipate, spesso gelosamente custodito e finalizzato alla mera conoscenza informativa per gli aderenti al fondo di investimento alternativo.

Così esposto, il rischio ESG fino a marzo 2021 non era un vero e proprio driver che conduceva gli operatori e investitori verso determinate strategie di investimento ma, con l'introduzione di obblighi legislativi imposti dal Regolamento, questa componente di rischio si prevede possa essere assunta ragionevolmente nella valutazione dei rischi delle società partecipate, rappresentando quindi un meritevole aspetto nella pianificazione strategica delle SGR. A tal proposito, infatti, l'asset management vede maggiormente l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento per ridurre il rischio nel lungo termine e, infine, generare maggior profitto. Ciò spiega anche il numero crescente di SGR che possiedono al loro interno degli organi responsabili delle politiche di sostenibilità che la società stessa decide di intraprendere attraverso la formazione del portfolio. Tuttavia, la maggior parte delle SGR, seppur considerando importanti le tematiche di sostenibilità, non possiedono tutt'ora procedure standardizzate nella fase di creazione del portfolio, tantomeno in quella di due diligence nella quale gli operatori di private equity si servono di *advisors* esterni, specialmente per la valorizzazione delle politiche strettamente ambientali⁶⁶.

⁶⁶ M.C. Zaccone, M. Pedrini; ESG factor integration into private equity; Università Cattolica del Sacro Cuore; Milano; 2020.