



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

**Corso di Laurea Magistrale**  
in  
**Economia e Finanza**

**L'attività di Private Equity e l'ESG**  
Un'analisi empirica con focus sul pillar *Governance*

**Relatrice**

Ch.ma Prof.ssa Anastasia Giakoumelou

**Laureando**

Alessandro Salvador

Matr. 880618

**Anno Accademico**

2023-2024



*“Rimanete ambiziosi nei vostri obiettivi, perché rassegnarsi  
ad una vita mediocre non vale mai la pena.”*

**Sergio Marchionne**



*“A Giulia, per il supporto e l’aiuto donatimi in questi anni”*



## ABSTRACT

Il principale obiettivo del presente lavoro è quello di verificare se la presenza di fondi di Private Equity, all'interno delle compagini sociali nelle società quotate europee, fornisca valore aggiunto in termini di *Governance Score*. La *Corporate Governance* risulta essere uno dei tre pilastri fondamentali dell'ESG, con particolare rilevanza nell'attività di Private Equity. I fondi, sulla base della teoria dell'agenzia, hanno tutto l'interesse di sviluppare all'interno delle società target processi e strutture di *Governance* forti, allo scopo di minimizzare la divergenza di interesse con il management e le asimmetrie informative. Il tutto in un contesto di cambiamento anche dal punto di vista normativo, con l'introduzione della Direttiva CSRD, che imporrà uno sviluppo radicale nelle modalità di *disclosure* ESG delle imprese operanti in Unione Europea. I fondi di Private Equity, in qualità di azionisti di numerose società in portafoglio, saranno all'entrata in vigore della Direttiva pienamente impattati nella loro attività, e l'analisi presentata evidenzierà lo *status quo* della relazione tra i fondi stessi e la *Governance* nelle società target. Per fare ciò, successivamente ad una trattazione qualitativa che prenderà in considerazione l'attività di Private Equity e l'investimento ESG, si sono utilizzate regressioni OLS e PROBIT, allo scopo di rendere più robusto il risultato finale.

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	1
<b>CAPITOLO PRIMO</b> .....	5
<b>1.1 IL PRIVATE EQUITY</b> .....	5
<b>1.2 ATTORI IN GIOCO, CICLO DI VITA E TIPOLOGIA DI OPERAZIONI</b> .....	11
<b>CAPITOLO SECONDO</b> .....	28
<b>2.1 LA SCELTA DELLA TARGET – I MODELLI DI VALUTAZIONE</b> .....	28
<b>2.1.1 I METODI COMPARATIVI</b> .....	33
<b>2.1.2 LE TRANSAZIONI PASSATE</b> .....	35
<b>2.1.3 DCF - DISCOUNTED CASH FLOWS</b> .....	37
<b>CAPITOLO TERZO</b> .....	41
<b>3.1 L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE</b> .....	41
<b>3.2 L'APPROCCIO ESG NEL PRIVATE EQUITY</b> .....	45
<b>CAPITOLO QUARTO</b> .....	52
<b>4.1 LA DIRETTIVA EUROPEA CSRD – <i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i></b> .	52
<b>4.2 IFRS S1 e S2 – Una risposta alla Direttiva CSRD</b> .....	58
<b>PREAMBOLO ALLA SECONDA PARTE – L'Active Ownership</b> .....	61
<b>CAPITOLO QUINTO</b> .....	64
<b>5.1 ANALISI EMPIRICA – LA GOVERNANCE E IL RUOLO DEL PRIVATE EQUITY</b> .....	64
<b>5.2 LITERATURE REVIEW</b> .....	66
<b>5.3 ANALISI EMPIRICA – REGRESSIONI OLS</b> .....	70
<b>5.4 REGRESSIONE PROBIT</b> .....	81
<b>CONCLUSIONI</b> .....	83
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	I
<b>SITOGRAFIA</b> .....	VIII

## INDICE FIGURE

Figura 1: Valori deals nell'ultimo decennio .....	9
Figura 2: Andamento della raccolta nell'ultimo decennio .....	10
Figura 3: IRR Q3 2022 - PE vs MSCI Europe .....	15
Figura 4: Andamento VC nel settore della AI generativa.....	19
Figura 5: Tipologie operazioni in Italia - anno 2022.....	20
Figura 6: Distribuzione di investimento PE per settore .....	22
Figura 7: Distribuzione di investimento VC per settore.....	22
Figura 8: Modalità di exit nel mercato globale PE, Bain & Company.....	25
Figura 9: Tipi di exit nel PE - 2014/2023.....	26

Figura 10: Tipi di exit nel VC - 2014/2023 .....	26
Figura 11: Andamento multiplo EV/EBITDA, mercato PE italiano 2017-2022.....	35
Figura 12: Raffronto MSCI World & MSCI World ESG Leaders.....	44
Figura 13: I drivers importanti per le PE Firms - PwC Interview .....	47
Figura 14: Benefici dell'ESG sull'attività di PE - Fonte PwC .....	47
Figura 15: Statistiche descrittive "Società con fondo" (134) .....	72
Figura 16: Statistiche descrittive "Società senza fondo" (682) .....	72
Figura 17: Relazione Dummy PE con Gov_score.....	73
Figura 18: Matrice di correlazione tra regressori .....	74
Figura 19: Prima regressione, minori regressori - effetto Dummy binaria .....	75
Figura 20: Seconda regressione OLS – Effetto Dummy_size.....	76
Figura 21: Correlazione ESG Total score - Governance score.....	77
Figura 22: Test di collinearità delle variabili utilizzate .....	78
Figura 23: Q-Q plot dei residui .....	78
Figura 24: Output del test di Breusch-Pagan.....	79
Figura 25: Test sulla normalità dei residui della regressione .....	79
Figura 26: Relazione valori stimati ed osservati - variabile Y .....	80
Figura 27: Vincolo lineare su parametro Dummy_size .....	80
Figura 28: Output regressione PROBIT .....	81

#### **INDICE TABELLE**

Tabella 1: Soggetti operanti nei format EU e US.....	12
Tabella 2: Ottica di valutazione aziendale.....	29
Tabella 3: I principali multipli utilizzati.....	34
Tabella 4: Calcolo dei tassi di crescita - Ottica Asset / Equity Side.....	39
Tabella 5: Variabili esplicative della regressione (tutti i dati estratti dal Database Bloomberg). 70	70



## INTRODUZIONE

La teoria dell'agenzia studia la situazione in cui un soggetto o un Ente (l'Agente) è in grado di prendere delle decisioni o intraprendere delle attività per conto di un altro soggetto o Ente (il Principale), nella situazione in cui le due parti presentano interessi divergenti e informazioni asimmetriche (Jensen, Meckling 1976). Il Private Equity (*a seguire*, PE) costituisce una delle attività che maggiormente presenta problematiche di agenzia, in quanto caratterizzata dalla presenza di soci che non sono molto spesso parte attiva nella gestione d'impresa, ma che al contrario è demandata al management incaricato. Questo con particolare enfasi negli investimenti le cui target si rivelano essere società quotate, laddove il fondo ricopre peraltro la posizione di socio di minoranza, e la distanza dal management è ancor più sensibile. La *Governance*, inoltre, rappresenta uno dei tre pilastri fondamentali in ambito ESG (Financial Institutions, United Nations 2004), e in quanto tale rientra tra le valutazioni di investimento che i fondi operano *ex-ante*. Il rapporto PE e *Corporate Governance* ha dunque nel tempo accresciuto la sua importanza, e la ricerca già ha tentato di dimostrarne la relazione, come nel caso di Teixeira Latini, Rubens Fontes-Filho, Chambers (2014), per le piccole e medie imprese brasiliane. Il presente lavoro avrà uno scopo analogo, con focus però nell'ambito dell'Unione Europea. Ciò che ha spinto a focalizzare l'attenzione in quest'area è sicuramente l'introduzione di un nuovo strumento normativo che entrerà in vigore, come primo step, proprio con l'anno solare 2024. Si tratta della CSRD, "*Corporate Sustainability Reporting Directive*" (UE/2022/2464), che va a regolare un altro importante tema in termini di sostenibilità: la sua divulgazione. I *policy-makers* hanno deciso di concepire un tale strumento, elemento di novità per la sua natura, sulla spinta delle esigenze degli *stakeholders* ed investitori che lamentano una carenza di informazioni in ambito ESG (Ilhan et al. 2023). In risposta, l'obiettivo della Direttiva sarà proprio quello di standardizzare la fase di *disclosure*, garantendo un minimo comune denominatore di informazioni trasmesse al pubblico interessato, alla stregua dei tradizionali corpi di bilancio di natura prettamente finanziaria. In virtù di questa novità, le società dovranno sviluppare strutture e processi interni atti a garantire un'agevole elaborazione delle informazioni ESG, ed una contestuale buona *disclosure* al mercato. L'entrata in vigore, come si vedrà, sarà graduale, proprio perché coinvolgerà una platea allargata di soggetti, ivi comprese le piccole imprese, e le medie imprese non quotate. La ristrutturazione interna, e l'installazione di processi atti ad una *Governance* più forte, richiedono l'investimento di risorse, con tutte le criticità

conseguenti. Confindustria, nella sua Nota di aggiornamento alla CSRD<sup>1</sup>, ha palesato infatti alcuni dubbi in merito ad un possibile improvviso cambio di rotta, che andasse a destabilizzare il tessuto produttivo, con riferimento soprattutto alle piccole dimensioni.

Anche la ricerca ha dimostrato la necessità di una standardizzazione in tal senso in quanto gli ESG *scores*, basati anche sulla *disclosure* in ambito che fornisce le cosiddette “informazioni incrementalì”, sono positivamente correlati con il valore d’impresa e il prezzo di mercato, al contrario delle “informazioni di base” che ne riducono il valore (Eng, Fikru, Vichitsarawong 2022). Questa relazione, tra l’aspetto prettamente monetario e quello legato alla sostenibilità, rafforza l’intento dei *policy-makers* di introdurre uno strumento che tenti di equiparare la *disclosure* ESG a quella finanziaria. A questo riguardo, ancor più interessata risulta essere l’attività di PE, che vede nell’investimento monetario il fine ultimo del suo operare, e che nella massimizzazione del profitto finale deve tenere conto di tutti gli aspetti di business, ivi compresi i *drivers* ESG. Nel corso della trattazione sono stati inoltre presentati interviste e sondaggi di PwC tra gli operatori di PE, che vanno proprio a far emergere i principali aspetti che determinano la volontà di concludere un’operazione, nonché i *drivers* che vengono principalmente esaminati in fase di *Due diligence buy-side* e *sell-side*; si vedrà come anche l’aspetto ESG abbia acquisito un importante valore all’interno delle gerarchie.

Le pagine a seguire si dividono, dunque, in due parti. Nella prima, di stampo qualitativo, si andrà ad esaminare l’attività di PE ed il suo funzionamento, illustrandone soggetti in gioco, tipologia di operazioni e i modelli di valutazione. Questi ultimi, diversificati nelle tipologie, sono strettamente legati alla performance finanziaria d’impresa, in quanto alcuni dei risultati parziali di bilancio sono proprio oggetto di multipli e DCF, utilizzati per il calcolo del valore della società target in questione. Unendo tutti i punti, è stato inoltre dimostrato che la *Governance* (pillar su cui si focalizza il lavoro) e la performance finanziaria sono tra loro legati. È stato dimostrato che le società che presentano elevati conflitti di agenzia (le *Private Equity-backed companies* ne fanno parte) migliorano le loro performance finanziarie di circa l’11% rispetto a quelle in cui vi sono conflitti di agenzia minori, purché le prime incrementino i sistemi di *Corporate Governance* presenti all’interno dell’organizzazione (Kasbar et.al. 2022). È chiaro dunque che i due temi principali, oggetto della presente tesi, sono stati formalmente legati tra loro anche a livello empirico: da una parte il PE, che nella sua attività si basa principalmente sulla

---

<sup>1</sup> (Confindustria, Nota di aggiornamento “Corporate sustainability reporting directive”, 21 dicembre 2021).

performance finanziaria e sulla massimizzazione del profitto, e che presenta nel conflitto di agenzia una delle principali problematiche nella gestione delle target, e *in secundis* la *Corporate Governance*, come pillar fondamentale in ambito ESG, e possibile soluzione alla questione della “lontananza” dal management.

Come anticipato, si passerà all'introduzione del concetto ESG, come macro-ambiente della *Corporate Governance*, e nello specifico all'investimento sostenibile, rimanendo nel perimetro del core-business PE. La seconda parte, invece, sarà contraddistinta da un'analisi empirica, che tenterà di incrociare i due pilastri della trattazione: il PE e l'ESG. Lo scopo del lavoro, coerentemente con la letteratura esistente, sarà quello di verificare se l'attività di PE offre valore aggiunto in termini di *Governance*, considerata come *G-score* in ambito ESG. La platea delle società esaminate sarà, come detto, europea, e caratterizzata da imprese quotate. In questa tipologia di società, infatti, il PE non riveste un ruolo di maggioranza, il che rende ancor più interessante capire se tali soggetti riescano comunque, pur avendo quote di partecipazione molto limitate, ad offrire un contributo positivo. Empiricamente, nella letteratura è stato dimostrato che la *Governance* aumenta anche la performance finanziaria, e dato che quest'ultima risulta essere l'obiettivo primario di investimento, l'analisi tenterà di evidenziare una relazione tra il punto di partenza ed il punto di arrivo, ossia la presenza di fondi nelle compagini societarie ed il *Governance score*, espressione della qualità nella *Governance* esterna e interna della società. Per fare ciò si analizzerà il campione di imprese selezionato attraverso delle regressioni OLS, ed una regressione PROBIT, per rafforzare e rendere quanto più robusto possibile il risultato finale. Attraverso diversi test e verifiche, che saranno impostati attraverso il software econometrico Gretl, si cercherà di corroborare quanto più possibile i parametri calcolati, per giungere ad un risultato soddisfacente. Come in tutte le ricerche sono stati evidenziati al termine del lavoro i limiti palesati dall'analisi, soprattutto nelle sue assunzioni, non perché queste distorcano i parametri ottenuti, quanto perché interpretate come possibili ulteriori sviluppi ed indagini per la ricerca futura.

Il cambiamento nella sensibilità degli *stakeholders*, in un contesto laddove le esigenze ambientali, sociali e di *Governance* si fanno sempre più pressanti, impongono un cambio di passo in termini di performance ESG. Anche il mondo degli investimenti si sta adeguando a questo trend, e questo per due ragioni: la prima è un progressivo allineamento ai valori personali degli investitori, mentre la seconda è la possibilità di contare su un portafoglio ben diversificato, e che nell'ESG tenta di creare valore nel lungo

periodo. Il PE, in qualità di motore trainante degli investimenti e della crescita del settore produttivo, ha la possibilità ora di giocare un ruolo attivo, attraverso una *ownership* coerente ed attenta a tutte le sfere di business ivi compreso, per l'appunto, l'ESG.

# PARTE PRIMA

## CAPITOLO PRIMO

### 1.1 IL PRIVATE EQUITY

Quando si parla di investimento istituzionale nel capitale di rischio si assumono principalmente due categorie: il PE e la sua sottocategoria *Venture Capital (a seguire, VC)*. Il primo riguarda l'investimento in imprese esistenti, allo scopo di svilupparle o rilanciarle, mentre il secondo finanzia idee imprenditoriali, o *start-up* nelle primissime fasi di vita. Benché simili nel loro funzionamento, come detto infatti l'una è una specificazione dell'altra, le due categorie differiscono sia nello scopo che nei presupposti che spingono i fondi di investimento ad operare. Il VC, definito come "capitale di ventura", proprio per la sua rischiosità elevata, si inserisce agli inizi dell'idea imprenditoriale, attraverso operazioni di *seed, start-up, o early stage*, dove gli investitori puntano ad ottenere, in periodi di medio-lungo termine, un rendimento elevato. Il PE, invece, funge da sostegno ad imprese già avviate, di per sé mature, ed è possibile definirlo anche come *expansion capital (o growth capital)*. Esso supporta dunque l'impresa nello sviluppo ad esempio di nuovi prodotti, tecnologie, nell'ingresso della stessa in altri settori o mercati, nella ristrutturazione del debito, o nella crescita interna ed esterna, anche servendosi di acquisizioni. L'attività di PE, intesa in senso ampio, è analizzabile sotto due lenti di ingrandimento: come fonte di finanziamento e come investimento. Ciò che spinge le società a rivolgersi al mercato del PE è soprattutto il bisogno di liquidità e di iniezione di capitale all'interno dell'attività. L'elemento che contraddistingue il finanziamento di PE rispetto al classico finanziamento bancario è che nel primo caso si trascina a bordo un vero azionista, attivo ed influente nella gestione aziendale, a seconda della partecipazione detenuta. A questo proposito, è denominata *Hands On* l'attività di *active shareholder*, mentre risponde al nome di *Hands Off* l'attività che si limita al solo supporto e al conferimento di risorse. Solitamente, i fondi investono in imprese non quotate, laddove il prezzo dell'operazione non è decretato dalle leggi di mercato, ma è frutto di una lunga negoziazione. Inoltre, il mercato delle società non quotate gode di una minor liquidità, altro elemento che contraddistingue il PE dal *Public Equity*. La necessità di finanziamento da parte delle società dipende dalla loro fase di sviluppo, riassumibile in: fase embrionale

dell'idea imprenditoriale, inizi dell'attività, sviluppo ed espansione della stessa, maturazione, ristrutturazione e declino (si rimanda alle tipologie di operazioni elencate al paragrafo 1.2). Ovviamente, nelle prime fasi, le risorse saranno impiegate per finanziare soprattutto attività di ricerca e sviluppo, per passare poi all'acquisto di capitale fisso e all'alimentazione del capitale circolante. Nelle fasi più mature la società tendenzialmente utilizza le risorse per esplorare nuovi mercati, ristrutturare l'organizzazione esistente, oppure per una crescita per linee interne o esterne. Seppur rischiosa, non trascurabile neppure l'attività di PE nelle fasi di declino della società, chiamata anche *Vulture Financing*, laddove l'attività consiste nel supportare la società target in un percorso di ristrutturazione e risanamento. I motivi per cui le società sono spinte a rivolgersi al mercato del PE sono molteplici, ma riassumibili in: *Certification Benefit*, che consiste in un vantaggio reputazionale spendibile sul mercato (si pensi ad esempio a società che mirano ad entrare in business sconosciuti, laddove il profilo del gestore può favorirne l'inserimento); *Networking Benefit*, come conseguenza della rete di contatti e sinergie derivanti dalle attività di investimento da parte del fondo; *Knowledge Benefit*, derivante da *General Partners (a seguire, GPs)* estremamente formati nella gestione aziendale e che quindi possono giocare un ruolo di *advisors*, vero vantaggio rispetto al finanziamento bancario; infine il *Financial Benefit*, sopra largamente descritto. Le competenze, il *network* e il *know-how* che i fondi di PE possono impiegare nella loro attività portano inevitabilmente alla creazione di valore. In sede di IPO, Matanova et al. (2022) hanno dimostrato come le imprese che, sostenute in questa fase da fondi di PE o VC, riescano a garantire anche una maggiore performance nel lungo termine. Questo non solo nelle performance soggettive, ma anche nel caso in cui la *neo-Public Company*, proceda con acquisizioni esterne. Dallo studio emerge come gli acquirenti, con un sostegno continuo di PE o VC, ottengano risultati significativamente migliori in operazioni di M&A, entro il primo anno dalla quotazione in borsa. Dal secondo anno in poi, invece, l'effetto positivo si mantiene sul PE, venendo meno per ciò che concerne il VC. Oltre a questo è stato abbondantemente dimostrato da Liang, Wang, Hou (2023) come l'attività di PE promuova efficacemente l'innovazione strategica, con un impatto ancor più significativo sulla innovazione sostanziale, la cosiddetta *substantive*. Ovviamente, gli autori precisano che già *ex-ante* i fondi possono operare attività di *screening* per individuare le società target con più potenziale da un punto di vista strategico-innovativo, e che dunque i risultati raggiunti possono esserne influenzati. Vi sono comunque numerosi studi che sostengono l'ipotesi fatta, e che dimostrano con robuste analisi empiriche come la presenza di mercati

PE più sviluppati, all'interno di uno stesso Paese, si tramutano in un livello di innovazione strategica sproporzionalmente più elevato, come dimostrato dalla quantità e qualità di brevetti registrati (He et al. 2024).

Passando ad una breve digressione storica, per ciò che concerne il PE in Europa, è possibile collocare la sua origine nel Regno Unito, sede della maggior parte dei servizi finanziari dell'area, e che ancor oggi sviluppa oltre un terzo dell'intero ammontare europeo di investimento in capitale di rischio. Lo studio "*Barriers to Industrial Innovation*", datato 1980, testimoniò la difficoltà che riscontravano le piccole e medie imprese nell'accesso al mercato del capitale di rischio, motivo dunque che spinse ad approvare un progetto pilota che aveva lo scopo di sostenere la cooperazione tra le società di VC europee. In Italia, all'epoca, fu individuata la Eurabelge-IMI Group. Le singole società diedero vita nel 1983 all'EVCA, *European Venture Capital Association*, che negli anni a venire ha promosso e sostenuto il settore del PE in tutti i Paesi europei. Il Regno Unito rimase il Paese più sviluppato, fortemente influenzato anche dalle dinamiche nordamericane. L'evolversi di queste attività perdurò soprattutto negli anni '90, benché si riscontrassero molto spesso, anche a causa di condizioni macro avverse, rendimenti minori di quelli attesi. Gli anni 2000, caratterizzati anche dalla spinta tecnologica, determinarono un consistente aumento sia dei flussi raccolti, sia di quelli effettivamente investiti. Dal 2004, soprattutto, si sviluppò fortemente il *Buy Out*<sup>2</sup>, grazie alla disponibilità di debito poco oneroso che svolge un ruolo vitale in questo tipo di investimento. Gli anni a venire hanno segnato un continuo sviluppo del settore, per ciò che concerne raccolta, investimenti ed annessi rendimenti. Giungendo ai nostri giorni, tolta la parentesi di stagnazione dovuta alla pandemia da Covid-19, e al suo successivo recupero, l'anno 2023 appena trascorso non è stato positivo per il settore. L'impatto della pandemia sull'attività di PE è stato largamente studiato dalla letteratura, e ha portato alla conclusione secondo cui, sebbene lo shock abbia danneggiato moderatamente (40% dei managers PE intervistati) o fortemente (10% degli intervistati) le società in portafoglio, durante la fase pandemica l'attività di PE è stata attiva nella continua ricerca di investimenti. Piuttosto che concentrarsi sulla riduzione dei costi, gli investitori di PE hanno attribuito maggior rilevanza alla crescita dei ricavi per la creazione di valore, quale fine ultimo dell'attività stessa (Gompers, Kaplan, Mukharlyamov 2022). Differentemente

---

<sup>2</sup> Tipologia diffusa di investimento che si serve sia di capitale di rischio, che di capitale di debito. Nel paragrafo 1.2 verrà opportunamente descritta.

dai risultati emersi dall'indagine del 2012, riportati in Gompers, Kaplan, Mukharlyamov (2016) i fondi di PE sembrano assegnare una quota azionaria maggiore ai team di gestione per puntare, al contempo, a rendimenti leggermente inferiori (dato non riscontrato invece nel VC, che ha mantenuto gli stessi standard di rendimento). Oltre a questo, nell'ultima analisi del 2022, la pandemia ha fatto emergere ancora una volta come i managers siano ancora più attivi operativamente nella gestione delle società in portafoglio nei periodi di difficoltà, dimostrando una *active ownership* più accentuata. Inoltre, è stata registrata una differente risposta agli shock esterni per ciò che concerne il PE o il VC. Gli intervistati nell'analisi del 2022 sono parsi più pessimisti degli intervistati VC da Gompers et al. (2021). Tale risultato è facilmente imputabile ai differenti target delle due attività. Il VC investe in società in *early stage*, che hanno in media maggior capacità e flessibilità di adattarsi alle condizioni differenti di mercato causate dagli shock esogeni.

Per tornare al 2023, l'avvento dell'inflazione ha spinto la politica monetaria a smarcarsi da quella che era stata la strategia dell'ultimo decennio: ossia tassi a zero e politiche espansive. Il processo di normalizzazione che si è reso necessario per contrastare la perdita di valore della moneta ha portato ad una brusca frenata negli investimenti. Tassi di interesse elevati hanno colpito soprattutto l'attività di *Leverage Buy Out*, che nel proprio investimento si serve di una forte parte di capitale di debito. L'aumento dei tassi non ha solo colpito la parte acquirente, ma paradossalmente anche il soggetto intenzionato alla vendita. L'uso di modelli come il *Discounted Cash Flow* o il *Dividend Discount Model* nei calcoli di *Enterprise Values* o *Equity Values*, impongono lo sconto di importi e flussi attraverso degli opportuni tassi<sup>3</sup>. Il risultato è che da una parte l'acquirente si vede aumentare l'onerosità del debito contratto, e dall'altra l'alienante riscontra valori compressi da eccessivi tassi di sconto, rendendo poco profittevole la vendita. La Figura 1 riporta lo studio annuale 2023 di *Pitchbook* con focus al mercato europeo, che di fatto evidenzia il trend temporale finora descritto.

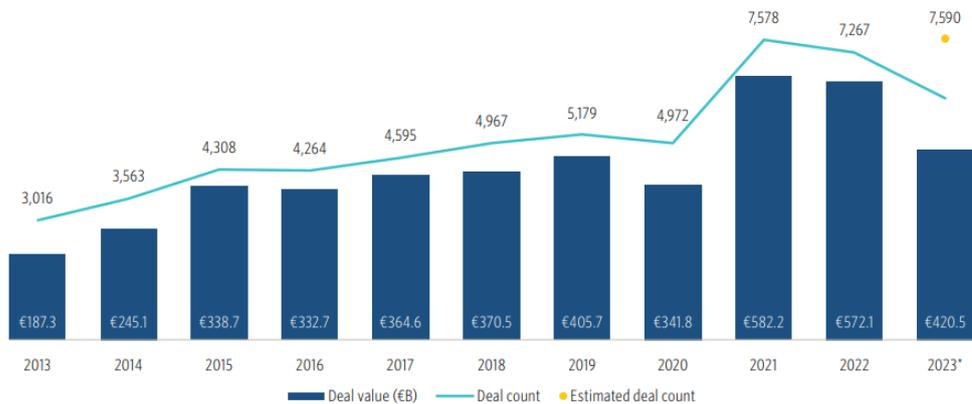
---

<sup>3</sup> Nel capitolo 2 verranno prese in esame tutte le tipologie e metodi di valorizzazione aziendale.

Figura 1: Valori deals nell'ultimo decennio

# Deals

## PE deal activity



Source: PitchBook • Geography: Europe • \*As of December 31, 2023

Dalla figura è evidente come dall'avvento dell'inflazione, e dalle conseguenze che questa ha scaturito nelle decisioni dei *policy-makers*, l'attività di PE in Europa, intesa come controvalore delle operazioni effettuate, sia drasticamente diminuito, fino a scendere a valori pre-pandemici.

Entrando nel vivo dei numeri, lo studio *Pitchbook* rivela che il valore delle operazioni su base annuale è diminuito del 26%, benché le stesse siano aumentate del 4,4%, evidenziando come il mercato si sia orientato verso *deals* di più piccole dimensioni. I mega accordi infatti, così definite quelle operazioni che superano i 300 milioni di Euro, hanno registrato il livello più basso dal 2014. Di contro, i grandi fondi che operano sul panorama europeo, si sono focalizzati sull'efficienza della raccolta. L'analisi riporta, infatti, come mediante un numero di fondi che è il più basso da quasi un decennio (117), gli operatori abbiano raggiunto un livello record di raccolta pari a quasi 120 miliardi di Euro (vedasi Figura 2). Il 54% di tale valore è stato segnato dai cinque principali fondi operanti in Europa, ossia Fondo IX di *CVC Capital Partners*, Fondo VIII di *Permira*, Fondo europeo VI di *KKR*, Fondo VIII di *PAI Partners* e Fondo europeo V di *Bain Capital*, che denota un desiderio degli investitori di rivolgersi a *players* esperti e solidi, soprattutto in contesti macro avversi come l'attuale. Nel 2023, focalizzando l'attenzione solo sui cinque mega fondi, si riscontra un valore raccolto che registra il record storico.

Figura 2: Andamento della raccolta nell'ultimo decennio

# Fundraising

PE fundraising activity



Tra i vari fattori che possono influenzare l'attività di raccolta uno di questi è l'ESG (tema poi ampiamente sviluppato dal capitolo 3). I risultati emersi dalle ricerche scientifiche effettuate, che si sono premurate di analizzare l'attività di *fundraising* dei fondi infrastrutturali di PE tra il 2006 e il 2021, indicano che il posizionamento ESG, nei documenti di marketing dei fondi, non ha avuto un impatto significativo sul processo di raccolta. Ciò evidenzerebbe come gli investitori, quantomeno nella fase di raccolta, non rispondano agli approcci e affermazioni ESG deducibili dall'attività di comunicazione del fondo. Una debole relazione positiva è stata evidenziata nei periodi precedenti al sopracitato, ma la stessa si è velocemente dissipata nel corso degli anni (Duncombe et al. 2023). Nella teoria dei giochi, si parla infatti di "*cheap-talk model*", quando la comunicazione tra giocatori non influisce sui profitti del gioco (Crawford, Sobel 1982). Sarebbe interessante per la futura ricerca andare ad indagare come, con l'avvento anche di corpi normativi regolanti la *disclosure* di sostenibilità (vedasi la Direttiva CSRD, introdotta nel capitolo 4), i risultati delle analisi di Duncombe et al. potranno cambiare.

Un'importante raccolta nel 2023, evidenziata nella Figura 2, accompagnata da quella che presumibilmente gli esperti si aspettano come una fase di politica monetaria che allenterà la pressione sull'economia, fa presupporre che il 2024 sia un anno importante per il settore del PE. Si cita a tale proposito "Milano-Finanza", che riporta come a gennaio 2024 le

operazioni in Italia siano state 34, il 42% in più rispetto allo stesso periodo del 2023, e comunque superiori anche a gennaio 2022, che si era rivelato un record per il settore<sup>4</sup>.

## 1.2 ATTORI IN GIOCO, CICLO DI VITA E TIPOLOGIA DI OPERAZIONI

Un fondo di PE opera in regime di cosiddetta *limited partnership*, che declinata al perimetro legislativo italiano non sarebbe altro che una Società in Accomandita per Azioni, caratterizzata da una separazione tra il patrimonio del fondo, di fatto raccolto tra i *Limited Partners* (soci accomandanti, e di seguito *LPs*), e quello della società di gestione (in Italia, S.G.R., S.I.C.A.V. autogestita o S.I.S.), i cui componenti sono definiti *General Partners* (soci accomandatari, ai quali spetta il potere gestorio, anche se in parte, questi, sono tenuti al versamento di minime soglie di capitale nell'investimento, nella prassi intorno all'1%). In virtù di ciò è stato dimostrato come i managers che partecipano, seppur in misura labile, all'investimento, opteranno per la scelta di società target meno rischiose, e ricorreranno sempre più al debito per il finanziamento all'aumentare della quota impegnata. Il risultato per un'impresa di PE sarà quello per cui impegnando il management attivamente nelle quote acquisite, otterrà un portafoglio con un rischio complessivo minore, attenuando quello che sono i timori di un'eccessiva assunzione di rischio stesso. In tutto ciò, è stato dimostrato inoltre come a fronte di tali presupposti anche la variabilità del flusso di cassa della società target diminuisca, contribuendo alla stabilità (Bienz, Thorburn, Walz 2023).

Nell'attuazione dell'attività di PE è possibile individuare due diversi format organizzativi. I fondi, a seconda anche della pertinenza geografica, possono organizzarsi secondo la matrice UE, oppure seguire il format anglosassone. Nel primo caso, l'attività di PE è considerata un servizio finanziario, e per tale ragione è regolata da una direttiva dedicata, la 2011/61/UE (che nel febbraio 2024 è stata sottoposta ad aggiornamento a seguito della decisione del Consiglio Europeo). Gli scopi di tali corpi normativi sono quelli di garantire efficienza e stabilità all'interno del sistema finanziario, con conseguente supervisione sugli operatori nel mercato. Il format anglosassone, invece, considera l'attività di PE come imprenditoriale, dedicandone delle leggi speciali, regolamenti *ad hoc*, il tutto nel

---

<sup>4</sup> <https://www.milanofinanza.it/news/il-private-equity-parte-col-botto-a-gennaio-operazioni-in-crescita-annua-del-42-aria-di-consolidamento-202402191905247255>

perimetro del *Common Law*. Vi è da specificare inoltre che non sono previsti dei supervisori. Per ciò che concerne i soggetti coinvolti nell'attività, nel format europeo, si annoverano l'AMC, il *Closed-End Fund* e gli investitori. L'AMC non è altro che l'istituzione finanziaria sottoposta a supervisione dell'Ente preposto locale. Essa non investe, ma si limita alla creazione del fondo. Passando invece al format anglosassone, la *limited partnership* si compone dei *LPs*, ossia gli investitori con responsabilità limitata, e i *GPs*, cioè i managers a cui spetta la gestione dell'investimento. Essi hanno responsabilità illimitata, derivante dal *LPA (Limited Partnership Agreement)*, ossia il contratto tra le due tipologie di partners. Nella prassi, viene creato un veicolo intermedio che risponde al nome di *LLP (Limited Liability Partnership)*, con l'obiettivo di trasferire la responsabilità illimitata dal partner al veicolo stesso, nel cui capitale partecipano limitatamente i *GPs*. I soggetti, nei due format, sono riassunti nei seguenti:

Tabella 1: Soggetti operanti nei format EU e US

EU format	US format
Investitori privati (HNWI), banche, fondi pensione, AMC, <i>Closed-End funds</i>	<i>LPs, GPs, VCF, SBIC, banche, Corporate Ventures, Business Angels</i>

A causa anche di una sensibilità imprenditoriale più spiccata nel format anglosassone, si sono sviluppate nel tempo delle forme diversificate di veicoli. Nella Tabella 1, infatti, si citano i VCF (forma largamente utilizzata) e lo SBIC, che si contraddistingue dal fatto di avere un 50% di azionisti pubblici (*Public Admin*) e il rimanente 50% privato, ossia gli investitori privati e i managers del veicolo. Oltre a questo, nello SBIC vi è la caratteristica per cui i profitti e le perdite sono asimmetricamente distribuiti, e il 33% dell'eventuale debito del veicolo è garantito direttamente dalla *Federal Reserve*, con conseguente abbassamento degli oneri ad esso legati. Questi esempi, che sono stati illustrati a scopo prettamente esemplificativo, dimostrano effettivamente come un mercato americano, molto più sviluppato rispetto a quello europeo, sia anche supportato ed incentivato da una struttura più flessibile e da una regolamentazione in materia più accomodante.

I veicoli alternativi, i cosiddetti *AVs*, nei decenni che intercorrono dal 1980 al 2017 hanno raggiunto il 40% di tutto il capitale impiegato nel PE. La loro performance media corrisponde a quella del mercato PE, ma rimane comunque inferiore a quella dei principali fondi operanti nelle *partnerships*. Inoltre, è stato dimostrato che gli *LPs* con

performance migliori in passato decidono di investire negli *AVs* con le migliori performance medie, indipendentemente dal condizionamento dei risultati dei *GPs*. Ovviamente ciò è dovuto, anzitutto, ad un accesso preferenziale dei migliori *LPs* ai migliori *AVs*. I rendimenti di settore PE dipendono sempre più dalla corrispondenza tra gli *LPs* e i *GPs*, e dalle opzioni esterne che gli stessi hanno a disposizione (Lerner et al. 2021).

Tornando al PE in senso generale, i capitali possono essere raccolti sia tra investitori istituzionali che non, per poi finalizzare l'investimento in imprese tipicamente non quotate. Le somme investite dai sottoscrittori non sono ritirabili in qualsiasi momento, ragion per cui il fondo è definito chiuso, ma lo sono solo a scadenze predeterminate. La retribuzione del management del fondo, caratterizzata dal *carried interest*, ossia la parte di *capital gain* trattenuta dal gestore a titolo di *success fee*, fa sì che fondo ed investitori condividano i medesimi obiettivi, e che tra le due categorie viga un rapporto di fiducia. Il regime di retribuzione per il gestore del fondo non si limita però alla *success fee*, chiamata anche commissione di performance. Solitamente, nel gergo, vige infatti la regola del cosiddetto *two-twenty*, che prevede una commissione di gestione (*management fee*) pari al 2%, indipendentemente che il fondo riesca a disinvestire generando profitto, mentre la anzidetta *success fee* si assesta solitamente intorno al 20%, vero introito del fondo in caso di buon esito dell'investimento. In aggiunta, può essere prevista anche una *carried fee*, ma questa è pattuita in sede contrattuale direttamente con il sottoscrittore, e scatta nel momento in cui la performance del fondo superi una determinata soglia di rendimento, detta *hurdle rate*. Tutti i parametri, e le eventuali differenti percentuali sono pattuite in fase preliminare direttamente tra il gestore e gli investitori, nel momento in cui viene stilato il contratto che regola i rapporti tra le parti. Qui, a seguire, si illustra la principale metodologia per la verifica finale della performance del fondo, e della conseguente remunerazione del management.

Il parametro utilizzato per il calcolo della performance, dal quale discende il *carried interest* corrisposto al management, è l'IRR (*Internal Rate of Return*). Tale valore è solitamente calcolato come IRR totale, facente riferimento all'intera durata dell'investimento, oppure come IRR annualizzato. La formula per il calcolo del *Global IRR* è la seguente:

$$\text{Fund Global IRR} = \frac{\text{Value of Exit} - \text{Committed Capital}}{\text{Committed Capital}}$$

Solitamente è previsto contrattualmente un *hurdle rate*, ossia un tasso di performance standard sopra il quale il fondo deve assestarsi. Dalla differenza tra il *Global IRR* e l'*hurdle rate* si calcola il *Net Global IRR*, come effettiva performance della gestione. A seguire ne è riportata la formula:

$$\text{Net Global IRR} = \text{Fund Global IRR} - \text{Hurdle Rate}$$

Il parametro appena calcolato, moltiplicato per la percentuale di *carried interest* prevista contrattualmente dà luogo all'effettiva quota di capitale da corrispondere al management come remunerazione finale. Di seguito si illustrano gli ultimi due passaggi:

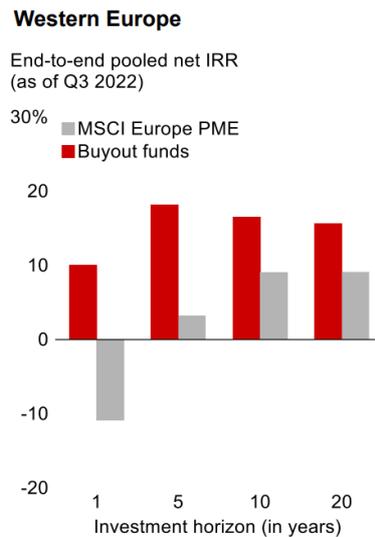
$$\text{Effective Carried Interest Percentage} = \text{Net IRR} * \text{Carried Interest Percentage defined by contract}$$

$$\text{Remuneration GPs} = \text{Effective Carried Interest Percentage} * \text{Capital Committed}$$

Da questi parametri molto spesso discendono eventuali *fees* aggiuntive corrisposte al management del gestore, che molto spesso sono soglie fissate in fase contrattuale, terminata la raccolta delle risorse tra i sottoscrittori. Il fatto che i fondi siano chiusi, e che dunque gli investitori non siano in grado di ritirare la somma investita prima di una certa data pattuita, dona ai managers del fondo di PE completa discrezione sugli investimenti e disinvestimenti da fare lungo la vita dello stesso. È stato dimostrato dalla letteratura come i managers, nel tempo, siano stati in grado di attuare *market timing*, ossia la capacità di “*buy low, sell high*” (Jenkinson et al. 2022). Lo studio effettuato dimostra come i *GPs* colgano i momenti di multipli bassi (si veda a tale proposito il paragrafo 2.1.1) per le operazioni di investimento, e di contro periodi di multipli alti per le fasi di *exit*, generando conseguente valore per gli investitori.

La Figura 3, estratta dal “*2023 Global Private Equity Report*” di *Bain&Company*, evidenzia come il tasso di rendimento interno negli investimenti di PE in Europa abbia sensibilmente battuto la performance dell'indice azionario europeo per eccellenza, l'*MSCI Europe*.

Figura 3: IRR Q3 2022 - PE vs MSCI Europe



Nikoskelainen, Wright (2007) riportano come tra il 1995 e il 2004, selezionando un campione di 321 operazioni di Buy Out, l'index adjusted EV IRR medio sia stato del 22,2%, e l'equity IRR medio del 70,5% con le uscite dei fondi che dimostrano creazione di valore, oltre che di capitale proprio. La loro ricerca prendeva in esame anche il ruolo della *Corporate Governance* nelle operazioni, interrogandosi se questa fosse un *driver* di valore ai fini del tasso di rendimento finale, ma le evidenze non dimostrano che per tutti i LBO analizzati i meccanismi di *Governance* introdotti al momento dell'acquisizione siano i principali fattori che ne determinano i rendimenti. Tuttavia, i test suggeriscono che, per i Buy Out più grandi e di successo, la partecipazione azionaria del management sia un fattore significativo al fine del tasso di profitto finale (ecco una delle potenziali soluzioni per la mitigazione del rischio di agenzia).

Il ciclo di vita di un fondo è facilmente riassunto in tre fasi: la raccolta, l'investimento, e il disinvestimento. La sua forma chiusa non permette all'investitore, come detto, di ritirare le somme investite prima di una determinata scadenza, dando la possibilità al gestore di impiegare liberamente le risorse a medio-lungo termine, anche in assets non prontamente liquidabili.

Con "raccolta" si intende il periodo di tempo utile al fondo per ricercare ed incamerare le risorse utili per procedere con l'investimento. La tempistica è di minimo un anno, anche se per Legge, in Italia, è fissato anche un termine massimo di 24 mesi. Le operazioni di raccolta iniziano con uno studio attento del mercato, con il fine di individuare il segmento

di pubblico più adatto ed interessato alla partecipazione all'investimento. Tramite un *placement memorandum* viene poi descritto nel dettaglio agli investitori la tipologia di fondo, specificandone durata, dimensione, obiettivo, retribuzione del *management* ecc, fino a giungere alla redazione contrattualistica necessaria al *closing* dell'accordo con i sottoscrittori, momento in cui viene raggiunto il target fissato di raccolta. L'obiettivo dei promotori, così definiti i soggetti che danno vita al progetto di PE, è quello di presentare un'idea che risponda alle aspettative degli investitori, sia in termini di redditività che di trasparenza. Al di fuori di quelli che sono gli investitori istituzionali, si annoverano anche soggetti privati particolarmente abbienti, i cosiddetti HNWI (*High Net Worth Individuals*), ossia il profilo disposto a sopportare un elevato rischio nell'investimento, con d'altro canto un elevato rendimento possibile a scadenza. È stata dimostrata una relazione tra le dimensioni degli investitori istituzionali e la loro inclinazione verso investimenti nel settore del PE, ipotizzando un *U-shaped model* (Cumming et al. 2024). Il modello creato suggerisce come investitori di piccole e grandi dimensioni mostrino una maggior preferenza all'investimento in PE rispetto agli investitori di dimensioni intermedie. Continuando, lo studio dimostra come i piccoli investitori siano più interessati all'investimento in contesti favorevoli, mentre i grandi investitori prediligono contesti più difficili, anche grazie alla loro minore avversione al rischio.

Il minimo comun denominatore nella fase di raccolta dev'essere la coerenza delle strategie con il profilo del prodotto. Definire le società target e l'approccio all'investimento delinea la fisionomia del fondo stesso, e ne definisce l'ammontare di capitale che gli operatori si prefiggono di raccogliere ed investire. Coerenza intesa anche da un punto di vista geografico. Il fondo internazionale, che valuta aziende target distribuite su mercati variegati si offre ad investitori di taglio internazionale, sfruttando anche possibili economie di scala derivanti da un ammontare più elevato di capitale raccolto. Di contro, il fondo è regionale o locale, qualora la raccolta sia effettuata in territori circoscritti, rivolta ad investitori attivi in tale area, con conseguenti investimenti che si limitano alla scala nazionale. Raramente il totale dell'ammontare raccolto viene investito nelle operazioni, in quanto sono possibili lungo il periodo di investimento degli *add-on*, come gli aumenti di capitali nelle società target, dettati da esigenze di tipo strategico.

Successivamente si passa alla fase di investimento, suddiviso anch'esso in diverse fasi. Anzitutto il fondo appena costituito deve individuare nel mercato l'impresa target da

selezionare come obiettivo. La scelta della società target, nonché del tipo di operazione da effettuare, sono di estrema importanza per il fondo, in quanto da queste discendono l'importo da impiegare, ma soprattutto le competenze necessarie per garantire una buona riuscita dell'accordo. Gli interventi possibili sono diversi, riassumibili in<sup>5</sup>:

- *Seed*: investimento in idee imprenditoriali nella primissima fase di sviluppo e che non hanno ancora iniziato la fase di produzione/distribuzione di massa. Design, ricerca e definizione del prodotto non sono ancora stati completati. Questo tipo di investimento è sicuramente il più rischioso, e rientra di per sé nella sfera del VC.
- *Start up*: i capitali sono utilizzati per gli investimenti necessari in capitale fisso e circolante. Il prodotto è definito e pienamente sviluppato, manca la prima produzione e la conseguente commercializzazione.
- *Early stage*: investimento in società già operative, che possono aver già raggiunto il *break-even point*. Spesso queste imprese possono essere già finanziate da *venture capitalists*, e dunque l'investimento assume la forma di possibile *round C* o *D* di finanziamento.
- *Expansion / Growth*: le imprese sono già potenzialmente mature, e sono alla ricerca di capitali per entrare in nuovi mercati o per lo sviluppo attraverso linee esterne. L'investimento di PE qui è tipicamente di minoranza.
- *Buy out*: investimento effettuato per acquisire una società. Tra tutti è sicuramente il più oneroso, ragion per cui si contraddistingue per un'elevata percentuale di debito nella raccolta del capitale. Tipicamente esso prevede l'acquisizione della totalità del pacchetto azionario della società target, o comunque di una quota maggioritaria che permette un'autonomia nella gestione.

Il *Buy Out* si rivela uno degli strumenti più utilizzati nell'attività di PE (anticipazione della Figura 5), e la letteratura ha dimostrato come esso abbia delle externalità positive per i concorrenti della società soggetta all'operazione (Feng, Rao 2022). Ciò dovuto ad un maggior timore di acquisizioni all'interno del settore, nonché della pressione competitiva. È stato dimostrato dagli autori come, negli anni successivi all'operazione di *Buy Out*, i concorrenti mitigano le nuove minacce mediante diverse dimensioni dell'efficienza operativa, impegnandosi nell'innovazione di lungo periodo, e rafforzando la loro *Corporate Governance*.

---

<sup>5</sup> European Data Cooperative – Piattaforma di raccolta dati utilizzata da Invest Europe e da tutte le altre associazioni di categoria europee.

Oltre a questo, la stessa ricerca evidenzia come siano stati riscontrati, sempre tra i *peers*, degli extra-rendimenti. I fattori competitivi, dunque, possono essere considerati i responsabili degli effetti di *spillover*. Il *Buy Out* molto spesso si serve di un'elevata leva finanziaria (LBO), e la ricerca afferma come la stessa sia associata a sostanziali quote di mercato, dovute ad azioni sfavorevoli da parte dei clienti e dei concorrenti (Opler and Titman 1994; Campello 2003a, 2006b; Maksimovic and Titman 1991; Matsa 2011). Di contro, è stato però dimostrato come la CSR influisca sulle interazioni con gli *stakeholders*, riducendo le perdite causate da un'elevata leva finanziaria. Livelli alti di ESG (a seguire i capitoli dedicati) aiutano le imprese a preservare le relazioni con i clienti e a difendersi dalla predazione dei rivali (Bae et al. 2019). La parte empirica del presente elaborato punterà proprio a verificare se sussiste una positiva influenza del PE su un aspetto dell'ESG, ossia la *Governance* della società target.

- *Replacement*: acquisizione di quote di minoranza di una società target da un altro fondo di PE, o da una cordata di azionisti.
- *Turnaround*: investimento in società in dissesto finanziario, con lo scopo di intraprendere un percorso di risanamento.

L'operazione nello specifico del *Turnaround*, ma questa riflessione vale per l'attività di PE e VC in senso ampio, si sposa con la nozione di rischio finanziario, e la ricerca ha nel tempo in qualche modo tentato di fornire una risposta alla possibile relazione positiva (o negativa?) tra le due grandezze. Tra le piccole e medie imprese cinesi è stato riscontrato, infatti, come il PE/VC abbiano avuto un impatto positivo sul rischio finanziario delle società target durante la fase pandemica del Covid-19 (fase di estremo stress finanziario per il tessuto produttivo, e dunque propizia per l'analisi). Dal risultato, gli autori sostengono come lo Stato dovrebbe attuare politiche di facilitazione per stimolare l'accesso e gli investimenti del capitale privato, e fornire pratiche per sostenere tali istituzioni nelle loro operazioni di investimento in Cina (sede dello studio), ma anche negli altri Paesi (Yang 2022).

Più avanti, nella Figura 5, si riporta un estratto di studio PwC ed AIFI<sup>6</sup>, che illustra le statistiche nel mercato del PE italiano nell'anno 2022. Come si può notare, il *Buy out* è stata l'operazione più frequente, e rispetto all'anno precedente, perfezionata più da

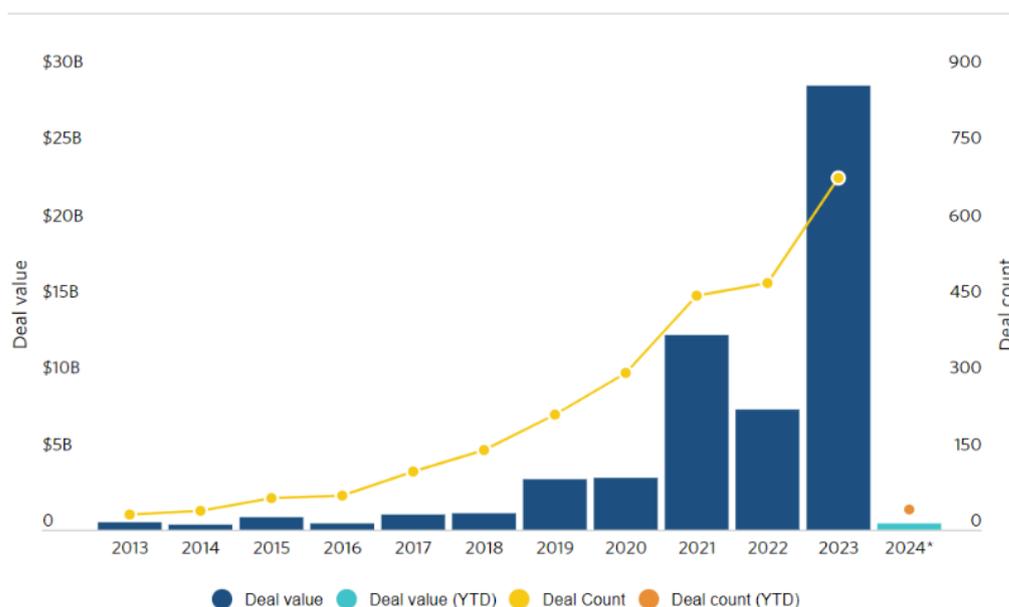
---

<sup>6</sup> <https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

soggetti italiani che da soggetti esteri (nel 2021 i due erano sostanzialmente coincidenti). Al secondo posto le operazioni di *Early stage*, sintomo che l’attenzione da parte del capitale privato ai nuovi business è sempre elevato, in ragione anche di un periodo storico caratterizzato da forti innovazioni, come l’intelligenza artificiale. A tale proposito, nella Figura 4, è riassunto da *Pitchbook* l’andamento del VC in tale settore. Dal 2022 al 2023 si è infatti registrato un aumento del 268,4% negli investimenti in intelligenza artificiale generativa, riassunti in 691 operazioni in ambito, con un controvalore totale di 29,10 miliardi di dollari. Secondo *Pitchbook*, gli attuali investimenti si sono concentrati su sistemi linguistici di ampia scala, ma man mano che il settore matura l’attenzione si sta spostando verso applicazioni specifiche per i settori industriali e che ne soddisfano le esigenze, note anche come *verticalAI*. Anche i settori finanziari si prestano all’ingresso dell’AI, nei quali si annoverano naturalmente il PE e il VC. Questo perché sono ambiti marcatamente contraddistinti da una grossa mole di informazioni gestite, e dunque i presupposti sono quelli che nel lungo periodo il settore della “*generative AI*” sia destinato a crescere ancora<sup>7</sup>.

Figura 4: Andamento VC nel settore della AI generativa

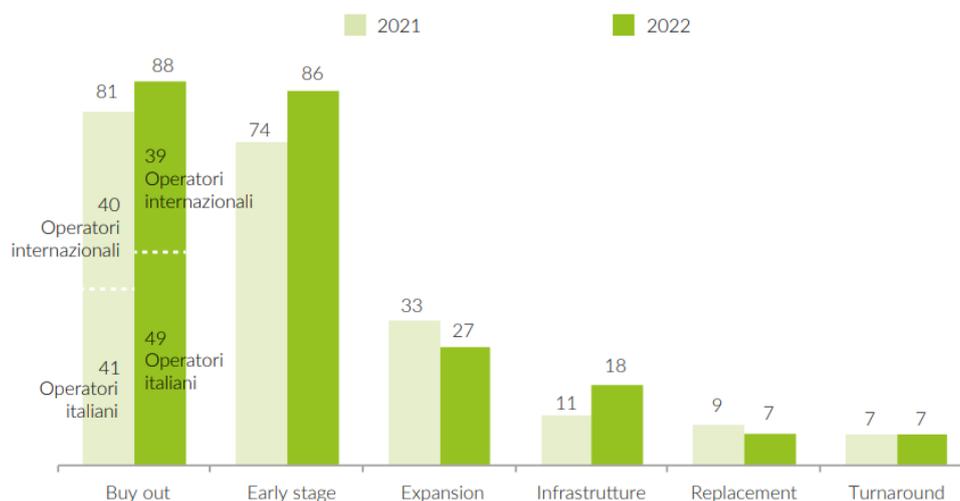
### VC investments in generative AI



<sup>7</sup> <https://www.we-wealth.com/news/intelligenza-artificiale-generativa-come-investire-nel-2024>

A seguire si riprende la Figura 5, che come anticipato illustra la distribuzione delle varie tipologie di operazioni:

Figura 5: Tipologie operazioni in Italia - anno 2022



Procedendo nel flusso di investimento, una volta scelta l'impresa target su cui investire, nonché il tipo di operazione da perfezionare, si giunge all'accordo di riservatezza tra le parti e all'acquisizione dei *business plans*, in modo da ottenere tutti gli elementi necessari per compiere le valutazioni preliminari ed individuare un primo prezzo dell'operazione. Se l'accordo prosegue si procede con la firma della lettera di intenti, e con la *due diligence*, che in caso di esito favorevole si finalizza con un *business plan*, definendo la struttura finale dell'operazione. Il *closing* dell'accordo dà luogo alla rilevazione delle quote da parte del fondo e l'entrata dello stesso nella gestione di impresa (più o meno incisiva a seconda della quota di capitale detenuta). In riferimento a ciò, in fase di chiusura, vengono sottoscritti e definiti anche eventuali patti parasociali con altri azionisti. L'orizzonte temporale di un'operazione di PE è di medio termine, e va dai tre ai cinque anni. Il VC, invece, in forza anche di un investimento in *start-up* o idee imprenditoriali che ancora devono creare impresa, suggerisce un orizzonte temporale più di medio-lungo, che va dai cinque anni fino anche a quindici.

Quando si parla di investimento, una delle strategie diffuse che i fondi hanno sviluppato, con particolare enfasi per ciò che concerne i mega-fondi, è la diversificazione. Strategia, questa, declinabile su due variabili: *asset class* e territoriale. La prima denota distanza dal

proprio *core-business*, con la conseguente decisione di investire nei più disparati settori; oltre l'ambito dei *private markets* si annoverano fondi di credito, debiti in sofferenza, infrastrutture, fino al *real estate*. Una tale diversificazione risulta molto onerosa, in quanto sono necessarie precise competenze che il fondo deve impiegare nella gestione delle attività, e la predisposizione di adatte strutture di *Governance*. Ragion per cui, tali strategie, sono molto più riscontrabili in operatori esperti e sviluppati come *Blackstone*, *KKR*, *Carlyle* ecc. La diversificazione geografica, invece, consiste nell'espansione territoriale ma, benché meno onerosa in termini di competenze, essa obbliga a munirsi di team e gestori formati, dislocati nelle aree di interesse, comportando investimenti in tal senso. La diversificazione, inoltre, è frenata dal fatto che non si riscontra un'elevata possibilità di sinergie, da sfruttare nell'attuazione della strategia, nonché a costi organizzativi e di mantenimento più elevati, e la gestione di profili di rischio fortemente eterogenei tra gli investitori<sup>8</sup>.

Invest Europe, nel suo report “*Investing in Europe – Private Equity Activity H1 2023*”<sup>9</sup> illustra alcune interessanti statistiche circa le distribuzioni di investimento dei fondi in territorio europeo. Partendo dal 2014 al 2023, si intuisce come i settori si siano mantenuti stabili nel tempo, senza troppi scossoni da un punto di vista di distribuzione. L'unica eccezione è probabilmente l'investimento in *ICT*, che ha sensibilmente visto accrescere la propria quota, soprattutto nella fase pandemica. A seguire l'estratto del report comprovante l'osservazione:

---

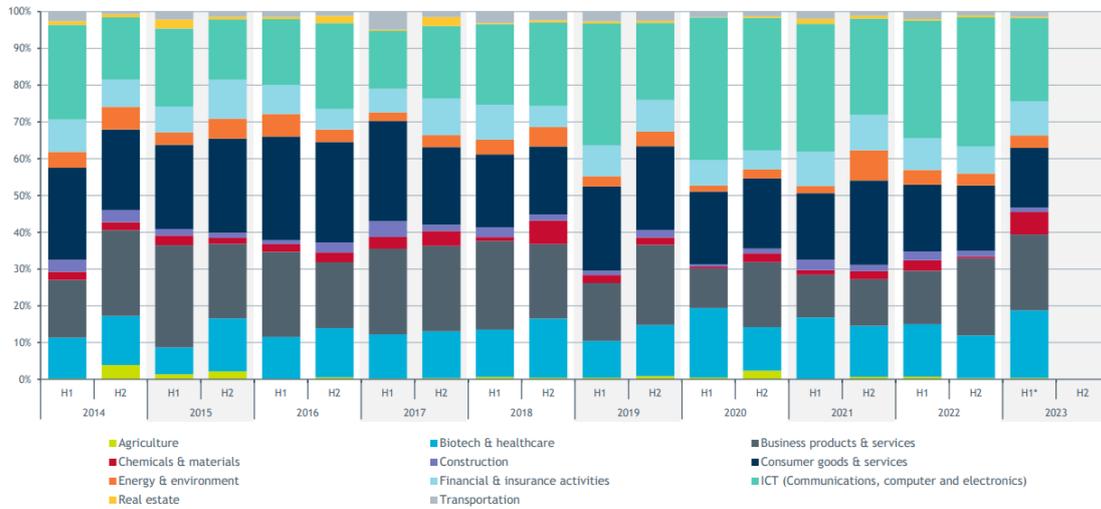
<sup>8</sup> “Private Equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio”, edizione 2020

<sup>9</sup> [https://www.investeurope.eu/media/7307/investeurope\\_h1-activity\\_2023.pdf](https://www.investeurope.eu/media/7307/investeurope_h1-activity_2023.pdf)

Figura 6: Distribuzione di investimento PE per settore

## All Private Equity - Investments by sector

Time series - Investments - Market Statistics - Amount

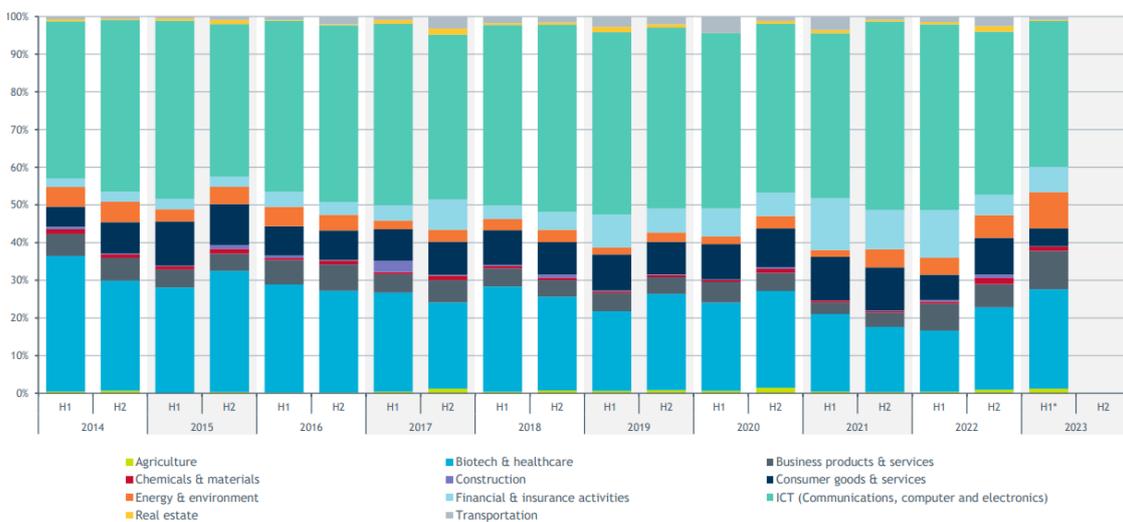


In netta contrapposizione, la distribuzione di investimento per ciò che concerne il VC. Esso si caratterizza, nel rispetto della sua filosofia, in società target ad alto potenziale, e dunque molto spesso a forte componente tecnologica. Nel corso degli anni non si registrano forti cambiamenti, con i settori più gettonati individuati nell'*ICT* e del *Biotech & Healthcare*. A seguire il diagramma riassuntivo:

Figura 7: Distribuzione di investimento VC per settore

## Venture Capital - Investments by sector

Time series - Investments - Market Statistics - Amount



La terza, ed ultima, fase del fondo è il disinvestimento, ossia il momento in cui il management del gestore decide di cedere le quote finalizzando l'investimento iniziale. Questa fase, in caso di buona operazione, dà luogo ad un profitto, fine ultimo del fondo, che andrà a remunerare i sottoscrittori, nonché il management del fondo stesso. Il disinvestimento può avvenire in diversi modi: con la cessione delle quote ad un altro fondo di PE, con la cessione delle stesse ad un soggetto invece industriale oppure, in ultima ipotesi, con la quotazione in borsa (IPO). La tipologia di disinvestimento che il fondo decide di perseguire deve essere quella che garantisce allo stesso il massimo rendimento possibile dall'operazione, e dipende dal tipo di investimento / gestione effettuati, e dal momento nel quale si decide di procedere. Di frequente si assiste anche ad operazioni in uscita che rispondono al nome di *buy back*, ossia il riacquisto delle quote da parte del socio originario rimasto nel capitale d'impresa. Con questa strategia tale socio sfrutta la competenza e le risorse che il fondo può apportare alla gestione aziendale, riacquistando la propria quota nel momento in cui le prospettive di sviluppo e crescita siano state raggiunte. Uno dei punti sensibili della fase di disinvestimento è sicuramente, come anticipato, l'aspetto temporale, dato che il mercato M&A non mostra alcuna resilienza dinnanzi ai principali shock esogeni. Il 2008 con la crisi dei mutui *sub-prime*, il 2011 con la questione del debito sovrano, e infine la pandemia da Covid-19, hanno impattato fortemente l'attività, decretandone crolli sensibili. Ciò mette pressione al ribasso anche ai prezzi delle singole operazioni, ponendo dunque distanza tra venditore e compratore. Anche le IPO, dal canto loro, sono molto variabili, vi sono infatti periodi che alternano quotazioni frequenti con blocchi improvvisi, che perdurano anche per qualche mese (Gervasoni, Sattin 2020). Da non tralasciare la ciclicità di alcuni business, come il lusso o la cosmetica ad esempio, che hanno fatto segnare nel corso degli anni periodi con multipli più alti del 40-50% rispetto alla normalità, e che dunque aumentano la concentrazione di buone operazioni di *exit* per i fondi. Due sono i macro soggetti ai quali il fondo può cedere le proprie quote e perfezionare l'uscita dall'investimento:

- Acquirente strategico: gli *strategic buyers* sono soggetti attivi nello stesso settore della società target, od operanti al massimo in settori contigui o affini. Tali operatori possono attuare strategie di diversificazione, ma negli ultimi tempi la volontà di creare conglomerati si è ridimensionata. Un'*exit* verso questi soggetti può essere particolarmente vantaggiosa per il fondo, dato che questi sono disposti

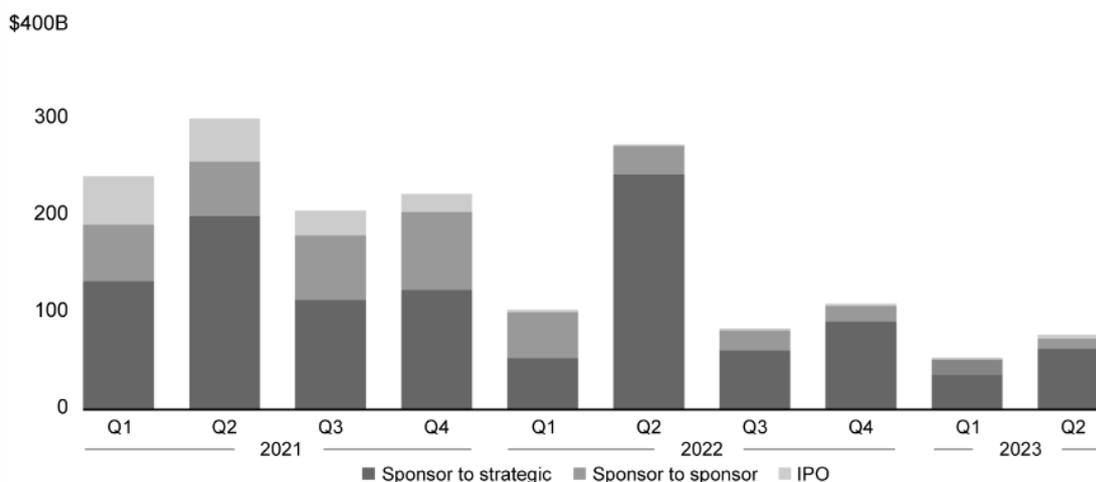
a corrispondere anche cospicui *premium prices*, date le potenziali sinergie che si possono venire a verificare con l'integrazione della società target. È raro, se non da escludere, che il fondo possa puntare attraverso questa uscita ad un mantenimento di un *upside*, date le esigenze di forte integrazione che solitamente l'acquirente presenta, e i profili / obiettivi diametralmente diversi tra le due categorie di *shareholders*. Un'operazione di cessione ad acquirente strategico prende il nome di *trade sale*.

- Acquirente finanziario: in questa categoria si annovera una molteplicità di investitori “non industriali”, che va dai tradizionali fondi di PE, agli operatori di *Permanent Capital*, sino ai *Family Offices*. Queste operazioni vengono definite *Secondary Buy Out*, e si instaurano in un continuo sviluppo della società target. Negli ultimi anni, anche grazie all'ascesa del mercato del PE, e ad un contestuale aumento di liquidità, si è assistito ad un più frequente utilizzo di soluzioni di questo tipo.

La Figura 8, presa dal “*Private Equity Midyear Report 2023*” di *Bain&Company*, mostra come negli ultimi tre anni, a livello globale, si siano distribuite le operazioni di uscita dei fondi di PE. Indipendentemente dal numero totale di operazioni, è evidente come la scelta di acquirenti di tipo industriale abbia mantenuto lungo tutto il periodo in analisi la quota di maggioranza, anche in virtù dei punti di forza illustrati poche righe sopra. L'*exit Sponsor to Sponsor*, così anche definita la scelta di acquirenti finanziari, è dunque più ragionevole in operazioni di uscita VC, laddove un ipotetico secondo fondo di PE può subentrare in una fase ancora di relativo potenziale, che permette in via ipotetica ancora un elevato rendimento.

Figura 8: Modalità di exit nel mercato globale PE, Bain & Company

Global buyout-backed exit value



Notes: Includes partial and full exits; bankruptcies excluded; initial public offering (IPO) value represents offer amount and not market value of company  
Source: Dealogic

Allargando il campo a tutta l'attività di PE nell'ultimo decennio *Invest Europe* evidenzia anch'essa come le modalità di *exit* in ambito europeo si siano sostanziate soprattutto in *Trade Sale* e *Sponsor to Sponsor*. Nel 2014 era molto utilizzata (25%) l'uscita come *Sale to management*, che nel corso degli anni si è progressivamente assottigliata recitando ora un ruolo per lo più residuale (5%). Nello stesso periodo, il report *Invest Europe* evidenzia come invece, per il VC, l'*exit* più diffuso sia il *Trade Sale*, un po' in controtendenza rispetto all'immaginario, secondo cui l'attività di VC, data la sua posizione d'investimento nelle primissime fasi di vita della società, offra ancora margini di miglioramento e potenziale per fondi che possono subentrare in un secondo momento. La vendita a soggetti industriali, invece, riveste molto spesso la metà delle operazioni totali, confermandone la preponderanza. A seguire gli estratti di entrambe le statistiche:

Figura 9: Tipi di exit nel PE - 2014/2023

## All Private Equity - Divestments at cost by exit route

Time series - Market Statistics - % of total amount at cost

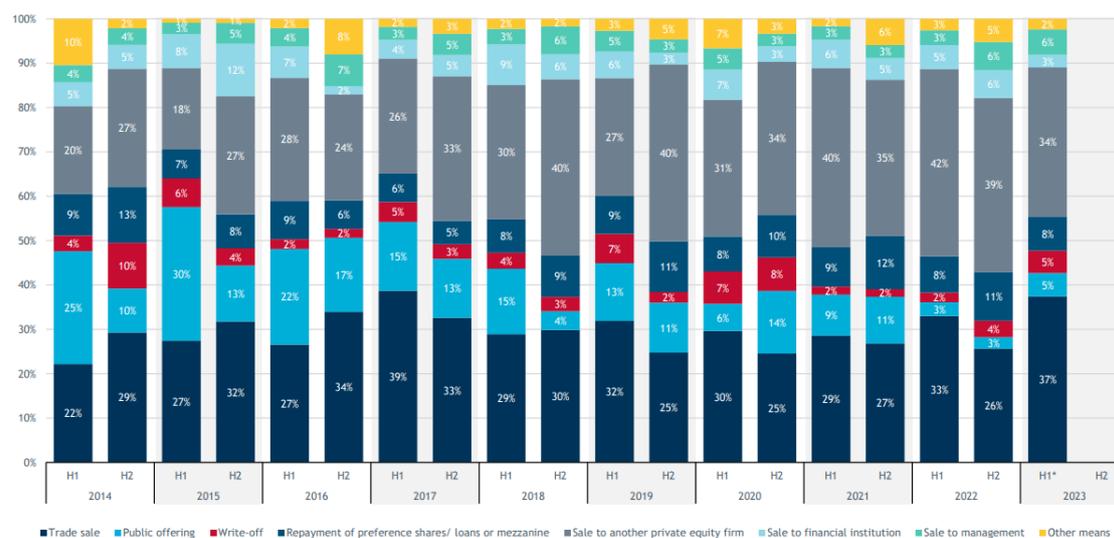
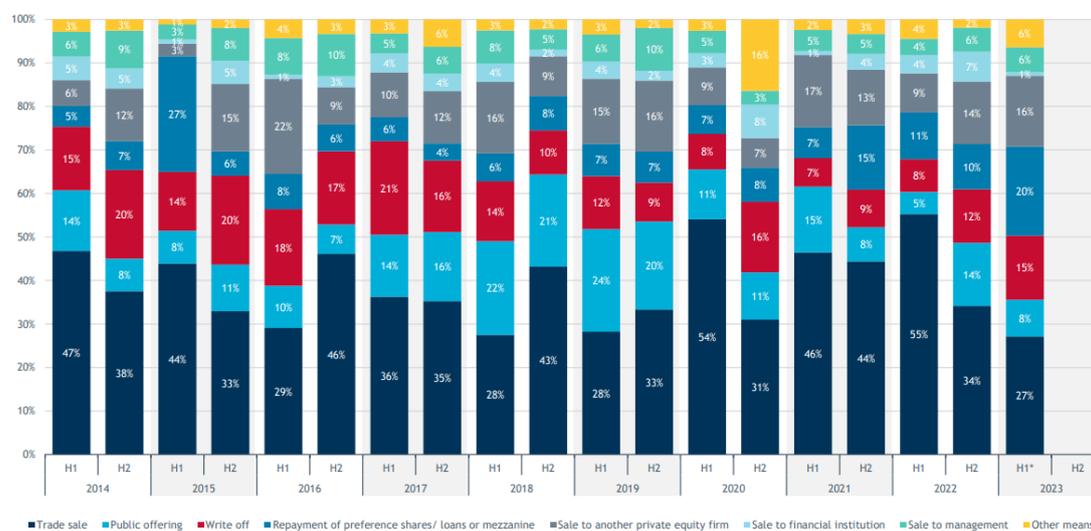


Figura 10: Tipi di exit nel VC - 2014/2023

## Venture Capital - Divestments at cost by exit route

Time series - Market Statistics - % of total amount at cost



Il capitolo appena presentato ha dunque introdotto l'attività del PE descrivendone ad alto livello il funzionamento, svelandone gli attori in gioco, chiarendo quali siano le principali tipologie di operazioni adottate dai fondi, e raccontando come il settore si sia fortemente sviluppato nel corso degli ultimi anni. Lo stesso, riporta ancora *Invest Europe*, nell'ultimo decennio è cresciuto in modo esponenziale, e nello specifico:

- L'attività di raccolta è passata dai 28,5 miliardi nel 2012 ai 170,3 del 2022.
- L'investimento è triplicato, registrando 129,7 miliardi nel 2022 contro i 41,3 del 2012. Se rapportato al prodotto interno lordo europeo si è passati dallo 0,29% allo 0,62%.

Nel corso del tempo, si è assistito allo sviluppo di nuove forme di raccolta e di impiego del capitale privato, che si discostano dal tradizionale PE. Si parla infatti di *Private Debt* come forma ibrida tra PE e l'emissione di un bond obbligazionario (in questo caso l'investimento si sostanzia in strumenti di debito e non in strumenti di capitale), il *crowd-funding*, ossia l'attività di raccolta del capitale privato, tendenzialmente su piattaforme o strumenti web (impiegato molto spesso per i lanci di nuovi progetti o *start-up*), il *Venture Philanthropy*, che ha lo scopo di creare anche un impatto sociale a seguito dell'investimento, e la SPAC, denominata anche *One shot vehicle*, che esaurisce il suo ruolo al termine dell'operazione.

Il prossimo paragrafo ha lo scopo, invece, di scendere più nel dettaglio della valutazione aziendale elencandone, e brevemente descrivendone, i principali metodi adottati dai fondi nella scelta delle società target.

## CAPITOLO SECONDO

### 2.1 LA SCELTA DELLA TARGET – I MODELLI DI VALUTAZIONE

Una delle fasi più delicate nel processo di investimento di un fondo è proprio l'accordo con i soci alienanti della società target circa il prezzo dell'operazione. Questo in ragione del fatto che non sussiste un metodo univoco quantitativo da applicare ad ogni fattispecie, ma le scelte effettuate nella valutazione vanno ponderate sulla base di numerose variabili, portandosi con sé un'inevitabile componente discrezionale. I soggetti interessati all'investimento utilizzano dunque una larga parte di metodi quantitativi, riassumibili brevemente in tre categorie: il metodo comparativo, le precedenti transazioni, e il metodo DCF, tutti impiegati nella fissazione del prezzo. Quando l'investimento non riguarda il *delisting* di una *Public Company*, la fissazione del prezzo è risultato di una lunga fase di contrattazione che, come detto, si serve di tutti gli strumenti possibili. Questa specifica sarà utile al lettore per capire che i metodi da qui in avanti illustrati non sono esclusivi, ma sono tutti facenti parte del processo di valutazione.

Prima di procedere con l'esemplificazione di ciascuno di questi, è opportuno specificare che nella valutazione di impresa sussistono, indipendentemente dalla metodologia applicata, due approcci diversi. Il primo è in ottica *Asset*, e ciò significa che il risultato finale del calcolo sarà l'*Enterprise Value*, valore totale dell'impresa o della società in questione. Di contro, l'ottica *Equity*, fornisce una grandezza del solo *Equity Value*, valore reale della società dal quale discendono le varie partecipazioni azionarie (nei corsi di borsa definibile anche come capitalizzazione di mercato). Più nel dettaglio, l'intero *Enterprise Value* sarà composto dalla somma tra l'*Equity Value* e il valore del debito netto (in gergo, P.F.N. – Posizione Finanziaria Netta). Nelle transazioni, il prezzo corrisposto dal fondo di PE ai soci esistenti, non sarà altro che l'*Equity Value*, ossia il valore delle quote rilevate in sede di investimento.

I due approcci, riassunti in *Asset Side* ed *Equity Side*, si servono di grandezze differenti per il calcolo del valore finale, proprio perché lo stesso deve essere coerente con i fattori impiegati per il suo computo. A seguire, la Tabella 2 ne esemplifica taluni:

Tabella 2: Ottica di valutazione aziendale

OTTICA DI VALUTAZIONE UTILIZZATA		
	<u>Asset Side</u>	<u>Equity Side</u>
<i>Valore stimato</i>	<i>Enterprise Value (EV)</i>	<i>Equity Value (Mk Cap)</i>
<i>Patrimoniale</i>	Capitale Investito Netto	Capitale Proprio
<i>Reddituale</i>	NOPAT	Reddito di bilancio
<i>Finanziario</i>	FCFO - FCFF	FCFE
<i>Costo del Capitale</i>	WACC	Costo dell' <i>Equity</i> ( $K_e$ )

Il fatto che una grandezza sia imputata all'*Asset Side* o all'*Equity Side* discende dal fatto che essa sia al servizio di tutti i soggetti conferenti capitale in senso ampio, ossia azionisti ma anche creditori, oppure se tali valori siano a disposizione dei soli *shareholders*. Da un punto di vista reddituale ad esempio il NOPAT (*Net Operating Profit after Taxes*), calcolabile come reddito operativo (EBIT) depurato dall'imposizione fiscale, è una grandezza che ancora deve scontare gli interessi passivi finanziari, remunerazione dei creditori che hanno prestato risorse all'impresa. Di contro, il reddito di bilancio risulta depurato da imposte ed interessi, rimanendo la potenziale sola remunerazione per gli azionisti (questo dipende poi dalla politica aziendale sui dividendi). Altro spunto lo offre il costo del capitale, che nella Tabella 2, a seconda del metodo perseguito, si riassume in WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) e Costo dell'*Equity*. Quest'ultimo non è altro che il rendimento minimo che l'azionista deve percepire per aver conferito le risorse nell'impresa. Entrare nel dettaglio della stima di tale rendimento non è l'obiettivo principale della presente tesi, ragion per cui si cita per completezza solamente una delle metodologie più utilizzate per la sua definizione, ossia il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Tale calcolo è particolarmente riassuntivo del significato del Costo dell'*Equity*, in quanto utilizza due pilastri nella valutazione dei rendimenti: il tasso di rendimento *risk-free*, e il ruolo del rischio.

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Il Costo dell'*Equity* non è altro che il tasso di rendimento *risk-free*, al quale viene aggiunto un premio per il rischio assunto, composto da un moltiplicatore  $\beta$  (espressione del rischio dell'impresa target, correlazione della stessa con il mercato), ed un extra-rendimento, che si riassume come differenza tra il rendimento di mercato ed un investimento al tasso *risk-*

*free*. Quantitativamente, il  $\beta$  è calcolato come il rapporto tra la covarianza dei rendimenti dell'*asset* con i rendimenti di mercato e la varianza dei rendimenti di mercato. È una misura estremamente importante nelle valutazioni di investimento, in quanto tiene in considerazione due misure di rischio. Il primo è il rischio specifico dell'impresa in questione, e il secondo è il rischio sistemico, posto al di fuori della sfera di azione e di influenza dell'impresa. Il  $\beta$  precedentemente descritto è definito “*Beta Unlevered*” in quanto nel suo calcolo non si tiene in considerazione la struttura di capitale che l'impresa adotta. Ciò significa non prendere in esame il ruolo del debito, ossia le decisioni di finanziamento. Esiste una correlazione tra il “*Beta Unlevered*” e la sua versione “*Levered*”, che è riportata a seguire. Come è chiaro, il ruolo della struttura di capitale gioca un ruolo cruciale, e gli analisti spesso la usano per rendere le proprie valutazioni più complete. Un'importante osservazione è che nella formula non si tengono in considerazione i costi di dissesto, non ponendo dunque un limite all'aumentare del debito contratto dalla società. Si noti, infatti, come una struttura con debito preponderante porti ad un “*Beta Levered*” più alto del “*Beta Unlevered*”, segnale di una rischiosità specifica della società più elevata:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

Logicamente, il costo dell'*Equity*, ossia il tasso minimo richiesto dagli azionisti, aumenterà in contesti macro che offrono tassi *risk-free* elevati (come il momento storico attuale), questo perché esiste la possibilità di ottenere un buon rendimento a fronte di rischio nullo (o basso, nella realtà). Esso diventa più elevato anche a fronte di un  $\beta$  che aumenta, in quanto l'impresa target diventa più rischiosa e l'investitore, per sostenere tale rischio, si aspetta una remunerazione maggiore.

Sussiste in letteratura una chiara relazione tra il Beta e la performance ESG. Ciciretti, Dalò, Dam (2023) provano, infatti, come le aziende che presentano punteggi ESG elevati offrano al contempo rendimenti attesi minori. L'evidenza potrebbe avere una duplice valenza: la prima è che punteggi ESG elevati fanno percepire un minor rischio, e dunque un Beta più basso, mentre la seconda è la preferenza degli investitori a società ESG-virtuose. Gli autori, tenendo conto dell'*ESG-bias*, sono giunti alla conclusione che, un aumento unitario della volatilità dei fattori ESG, comporta una diminuzione del rendimento atteso del 3,41% su base annua.

Riprendendo il percorso, l'analisi del Costo dell'*Equity*, e delle sue principali componenti, risulta particolarmente importante in quanto, lo stesso, è a sua volta fattore nel calcolo del WACC, che a seguire verrà illustrato.

Per ciò che concerne l'ottica *Asset Side* come tasso di rendimento si parla di WACC, ossia il costo del capitale ponderato per la struttura finanziaria di impresa, e che quindi diventa espressione di tutti i conferenti capitale, azionisti e creditori.

$$WACC = K_e * \frac{E}{(E + D)} + K_d * \frac{D}{(E + D)} * (1 - t)$$

Il WACC è dunque direttamente dipendente dalle decisioni di finanziamento dell'impresa, ed è il risultato di ciascuna area (debito o *Equity*) moltiplicata per il relativo tasso di rendimento. Nel computo della parte afferente al capitale di debito si tengono in considerazione anche i benefici fiscali che questo comporta, ragion per cui il tutto è moltiplicato per il fattore  $(1 - t)$ . Il WACC, come risultato della ponderazione, sarà un valore intermedio tra  $K_e$  e  $K_d$ , più spostato verso l'uno o verso l'altro a seconda di quanto *Equity*, e quanto debito, l'impresa impieghi per finanziare la sua attività.

La valutazione aziendale risulta fortemente influenzata dalle performance finanziarie, nonché dalle notizie che riguardano la società in questione, e che il mercato è pronto a scontare. La ricerca ha tentato di dare risposta anche al quesito secondo cui il valore aziendale risponda anche alle performance di sostenibilità ma soprattutto, dato che il tema ESG è relativamente nuovo nella gestione aziendale, come le notizie in tale ambito influenzino i rendimenti futuri di lungo periodo (e conseguentemente, anche il valore aziendale). La risposta la forniscono Vu, Junttila, Lehkonen (2024), i quali dimostrano come le reazioni del mercato alle news ESG siano fugaci e invertano l'andamento nel giro di un mese, sulla base del campionamento effettuato. Ciò suggerisce che le notizie ESG non hanno un'influenza duratura sui rendimenti azionari. In particolare, lo studio dimostra come notizie relative ad aspetti sociali e di *Governance* siano più prominenti rispetto a quelle ambientali. Stando al campione analizzato non sembra esserci ancora una chiara relazione tra notizie (e performance ESG) ed il valore della società nel lungo periodo. Nella ricerca del prezzo del *deal*, anche gli aspetti ESG ne fanno parte, e in seguito il tema sarà maggiormente trattato. In particolare, è utile capire se la *disclosure* obbligatoria di tali informazioni incida nel processo di ricerca del prezzo, fase cruciale nell'investimento di PE. L'impatto a lungo termine della performance ESG ha comunque

raggiunto, dimostrato dalla ricerca, risultati contrastanti. Andando indietro nel tempo, Deng, Kang, Sin Low (2013) dimostrarono in ambito di M&A come gli acquirenti a bassa CSR realizzassero rendimenti minori rispetto a quelli ad alta CSR. Nel lungo periodo il risultato rimane positivo, confermando come il mercato non valuti pienamente l'impatto ESG negli accordi di acquisizione. Oltre a questo, tali accordi hanno dimostrato di essere più celeri, con una minore probabilità di fallimento, laddove gli acquirenti presentassero elevata CSR, suggerendo come il profilo ESG dell'acquirente rivesta una particolare importanza ai fini dell'accordo. Il fatto che si pervenga a risultati contrastanti risulta particolarmente interessante per la ricerca, in quanto offre la possibilità di far emergere ulteriori aspetti fino ad ora non pienamente chiariti. In tale scenario dunque, sarà utile nel proseguo capire se i fondi di PE portino valore aggiunto ESG nell'ambito dei propri azionariati.

Q. Zhang et al. (2023), utilizzando dati da 45 Paesi differenti hanno dimostrato che la divulgazione obbligatoria di carattere ESG aumenta l'asincronia dei prezzi azionari *firm-level*, suggerendo che un maggior numero di informazioni specifiche dell'azienda venga incorporato in modo più tempestivo. La *disclosure* obbligatoria aumenta l'efficienza del processo di *price discovery* maggiormente in Paesi carenti di informazioni ESG, laddove dunque vi sia maggior potenziale, e nelle imprese con scarsi incentivi alla divulgazione. Lo studio dimostra come quest'ultima porti anche ad altri cambiamenti reali del mercato, come rendimenti azionari più bassi, maggior *turnover* nell'azionariato, ma anche ad una maggiore valutazione di impresa.

Il ruolo ESG nella valutazione aziendale è stato inoltre studiato da Khan et al. (2024), i quali hanno dimostrato come la performance ESG aumenti ulteriormente i livelli di sopravvalutazione, mentre svolge un ruolo di moderatore nei periodi di sottovalutazione, riportando i valori al loro giusto livello. L'analisi suggerisce, inoltre, che l'ESG è dunque un attrito all'efficienza di mercato. Questo dovuto al fatto che le forti tendenze di sostenibilità incanalano i flussi di cassa basati proprio sui rating ESG (Fatemi, Glaum, Kaiser 2018; Renneboog, Ter Horst, Zhang 2008). Da ribadire come i risultati a cui la ricerca sia arrivata fino ad ora risultino contrastanti in ambito ESG, soprattutto se applicati all'ambito delle performance societarie. La standardizzazione della *disclosure* potrà essere un fattore determinante in futuro (si rimanda ai capitoli successivi), al fine quanto meno di rendere paragonabili i diversi report pubblicati dalle imprese. Avere a disposizione documenti ESG che siano redatti dalle società con le stesse logiche, può

essere il primo valore aggiunto per giungere ad una più corretta valutazione *inter pares* in termini di performance di sostenibilità.

I prossimi paragrafi, di natura più tecnica, avranno lo scopo di esemplificare il funzionamento dei metodi adottati dai fondi di PE in fase di valutazione della società target. Come detto in apertura di capitolo, non sussiste alcun metodo quantitativo flessibile e pienamente funzionante in tutti i contesti, ragion per cui gli operatori nelle loro valutazioni utilizzano un mix dei seguenti, per giungere ad una base di partenza per la negoziazione con la controparte.

### **2.1.1 I METODI COMPARATIVI**

La valutazione relativa, chiamata anche comparativa, assume che un *asset* venga valorizzato sulla base del valore associato ad *assets* con simili caratteristiche. In breve, è come se un immobile venisse valorizzato sulla base del prezzo che immobili simili, posizionati su quartieri paragonabili, avessero sul mercato. Ovviamente, la ricerca di *assets* simili sul mercato è un'operazione agevole per beni di consumo, come appunto le abitazioni, ma risulta particolarmente più complicata per ciò che concerne le imprese (Damodaran 2006). Il secondo passo è quello di rapportare i prezzi di mercato ad una variabile comune, cosa indispensabile nella valutazione aziendale. In questo contesto, solitamente, si converte il valore di mercato di un'attività o dell'intera impresa come multiplo di grandezze contabili, siano esse economiche o patrimoniali. Tra i vantaggi del metodo dei multipli nella valutazione vi è senz'altro il minor tempo che l'analista impiega per fornire un risultato. Oltre a questo, tale valore è abbastanza difendibile in quanto, a differenza di altri metodi illustrati in seguito come il DCF, che richiede una lunga lista di ipotesi esplicite e discrezionali, il multiplo si basa come detto su *assets* simili, imputando indirettamente la valorizzazione finale ai *trend* e al *sentiment* attuali di mercato. Questi punti di forza del metodo comparativo sono allo stesso tempo i suoi punti di debolezza, in quanto trascurava una vera e propria analisi intrinseca della società target, ignorando le prospettive di crescita, la potenziale cassa generata in futuro, o il rischio idiosincratico ad essa associato. Il fatto di seguire pedissequamente le valutazioni di mercato, ancorché su *assets* di simili caratteristiche, fa sì che le stesse valutazioni siano distorte nel momento in cui il mercato fallisce, sopravvalutando o sottovalutando tale categoria di *assets*

(Damodaran 2006). L'utilizzo del multiplo significa assumere che i prezzi di mercato delle società comparabili forniscano una stima veritiera del valore fondamentale di una società target, e che esso sia espressione di una sola grandezza di bilancio. La Tabella 3, qui di seguito, riassume alcuni dei principali multipli utilizzati, mantenendo la distinzione tra ottica *Equity Side* ed *Asset Side*.

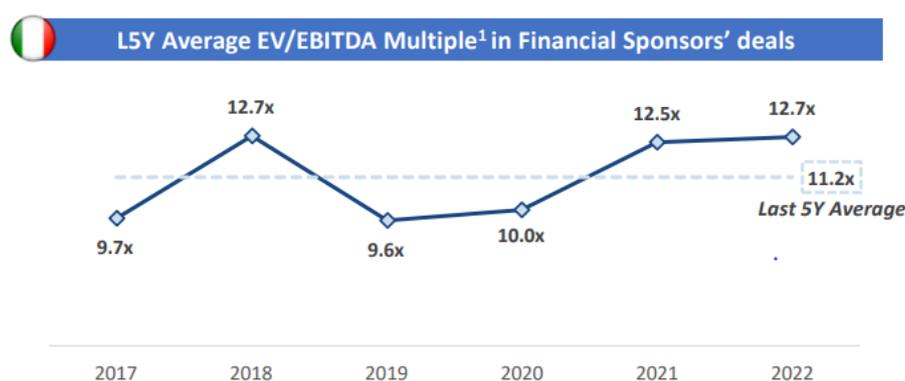
Tabella 3: I principali multipli utilizzati

<u>Asset Side</u>	<u>Equity Side</u>
$\frac{EV}{Sales}$	$\frac{P}{E}$
$\frac{EV}{EBITDA}$	$\frac{P}{FCFE}$
$\frac{EV}{EBIT}$	$\frac{P}{E} \text{ adjusted}$
$\frac{EV}{C.I.N.}$	$\frac{P}{B.V. (C.P.)}$

I multipli, come da riassunto, devono sempre essere coerenti nella loro composizione. La colonna a sinistra rapporta infatti l'*Enterprise Value* solo con grandezze economico-patrimoniali che a bilancio sono voce di tutti i portatori di capitale, sia azionisti che creditori. Nella colonna *Equity Side*, invece, si cerca di rapportare il prezzo della singola azione (o dell'*Equity* in generale) con grandezze che siano rappresentative e di competenza dei soli interessi degli *shareholders*, vedasi il flusso monetario FCFE, il *Book-to-Value*, o il reddito netto generato.

Con focus al mercato del PE italiano, Equita riporta come, negli ultimi cinque anni, la media del multiplo EV/EBITDA sia stata di 11.6x, con un forte recupero nel 2022 ai livelli *on top* del 2018. A seguire si illustra l'andamento (Equita 2022):

Figura 11: Andamento multiplo EV/EBITDA, mercato PE italiano 2017-2022



Tra tutti i multipli citati l'EV/EBITDA è uno dei più utilizzati nella prassi, basti soffermarsi anche sullo studio Equita appena riportato, che oltre all'andamento in Figura 11, ne descrive anche le oscillazioni per qualche industria del mercato italiano. L'EBITDA è un valore che difficilmente si riscontra negativo o nullo nei bilanci delle imprese, a differenza degli utili per azione (o totali). Oltre a questo l'EBITDA riveste un ruolo di primaria importanza nella gestione e generazione della liquidità aziendale, essendo esso una *proxy* del flusso monetario caratteristico dell'impresa target (FCFO), al netto delle variazioni del Capitale Circolante Operativo e del CAPEX. In ragione di questa caratteristica, l'EBITDA sarà molto simile al flusso monetario in aziende sviluppate e mature, laddove non vi sono grossi scostamenti annuali del circolante e gli investimenti sono limitati, e sulle quali i fondi operano per la maggior parte operazioni di *Buy Out* o *Turnaround*. Altro discorso invece per imprese in forte crescita, poco mature, o *start-up*, nelle quali i forti investimenti annuali che finanziano la crescita aumentano l'entità del Capitale Circolante a bilancio, ponendo distanza tra quello che è EBITDA e quello che è definibile flusso monetario caratteristico.

### 2.1.2 LE TRANSAZIONI PASSATE

Direttamente legato all'utilizzo dei multipli vi è il secondo metodo di valutazione che a differenza di quello appena descritto, il quale si basa sul valore di mercato attuale degli *assets* simili, si concentra in chiave retrospettiva, andando a verificare quali siano stati i multipli applicati in operazioni di PE precedenti.

Nel calcolo dei multipli di questa categoria il numeratore è alimentato dal prezzo pattuito tra le parti in fase di chiusura dell'accordo, mentre al denominatore si utilizzano le consuete grandezze di bilancio, economiche o patrimoniali. Tali grandezze hanno tre modalità di definizione:

- **Grandezza storica:** dato desumibile dall'ultimo bilancio pubblicato dalla società target. Il valore può essere distante temporalmente dal momento della valutazione.
- **Grandezza *leading*:** dato previsionale, per lo più definito in fase di *business planning* e dunque, tra tutti, il più difficile da dedurre per un analista esterno.
- **Grandezza *trailing*:** dato riferito ai 12 mesi precedenti, indipendentemente dal momento storico in essere. Si rivela un valore attuale, e dunque pienamente rappresentativo della situazione. Ovviamente questo tipo di *reporting* è adatto alle sole grandezze economiche, rimangono escluse le grandezze patrimoniali.

La differenza sostanziale tra il metodo comparativo puro, e quello basato sulle transazioni passate, è che questo si porta dietro un forte elemento di riservatezza. Il prezzo di ogni operazione infatti è frutto di accordo tra le parti, un punto di incontro, che non lascia presupporre tutti gli aspetti che hanno spinto a chiudere l'accordo su quel dato valore. Si pensi, ad esempio, ai premi sul prezzo delle azioni che vengono riconosciuti dall'acquirente al socio originario. Le percentuali di premio sono frutto di una fase di negoziazione, che spesso vengono richieste sulla base di caratteristiche ed aspetti specifici della società target, e che dunque ben poco condividono con future operazioni su altre società. Ne sono un esempio le operazioni miliardarie che hanno coinvolto nel 2022 *Atlantia* e *Falck Renewable*, la prima con OPA lanciata da Edizione/Blackstone, mentre la seconda dal fondo IIF di *JP Morgan*. In entrambe le fattispecie il premio corrisposto agli azionisti è stato del 40% e 45% rispetto alla media dei corsi di borsa degli ultimi 12 mesi, prezzo che ha fatto conseguentemente lievitare il multiplo delle operazioni.<sup>10</sup>

I dati disponibili per ciò che concerne le precedenti transazioni sono limitati ed incompleti, in quanto privati. Oltre dunque alla comparabilità, che non sempre è agevole, nonché alle criticità che ogni singolo multiplo si porta con sé, a questo metodo si aggiunge l'elemento di specificità della singola operazione, che si va a sommare ai punti di

---

<sup>10</sup><https://finanza.lastampa.it/News/2022/04/14/atlantia-ufficializzata-lopa-edizione-blackstone-offerti-23-euro/M18yMDIyLTA0LTE0X1RMQg>  
<https://finanza.lastampa.it/News/2021/10/20/falck-renewables-maggioranza-ceduta-a-fondo-iif-seguira-opa-obbligatoria/MTNfMjAyMS0xMC0yMF9UTEI>

attenzione. Le transazioni passate, dunque, devono essere utilizzate come supporto ad un'analisi più ampia che utilizza il metodo comparativo puro, in quanto la sola loro consultazione potrebbe essere fuorviante ad una corretta valorizzazione della società target.

### 2.1.3 DCF - DISCOUNTED CASH FLOWS

Tra tutti metodi di valutazione di impresa sicuramente uno dei più diffusi è il *Discounted Cash Flows*, che consiste nel calcolare il valore attuale di un *asset* scontando nel tempo i flussi di cassa che lo stesso può generare negli anni a venire. L'uso di questa metodologia è sicuramente rafforzato dal fatto che risulta essere la più rigorosa da un punto di vista logico, in quanto si utilizzano fattori effettivamente intrinseci all'*asset* in analisi, come appunto i suoi flussi generati, il suo profilo di rischio, e il tempo dell'investimento. Oltre a questo non sono richiesti confronti esterni, ragion per cui ci si può staccare dalle dinamiche di mercato vigenti in un dato momento. Il risultato del calcolo non è altro che l'*Enterprise Value* (ottica *asset*, dunque), al quale sottrarre la Posizione Finanziaria Netta per giungere al valore dell'*Equity*.

Analizzando quantitativamente il DCF, è possibile dividere il computo in due blocchi: lo sconto dei singoli flussi per un periodo temporale che va dai tre ai sette anni, e il *Terminal Value* (a seguire, TV). Questo metodo, largamente utilizzato, risponde al nome di metodo analitico. A seguire, è riportato il calcolo ipotizzando tre soli flussi nella previsione esplicita:

$$V_{asset} = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1 + WACC)^3} + \frac{TV}{(1 + WACC)^4}$$

$$TV = \frac{FCFF_N * (1 + g)}{WACC - g}$$

Nel periodo di previsione esplicita vengono presi in esame i flussi monetari operativi e derivanti dalla gestione degli investimenti. Coerentemente con l'uso del tasso di sconto WACC, anche il numeratore deve rappresentare una grandezza che sia a disposizione di tutti i soggetti che conferiscono in qualsiasi forma capitale in azienda. In gergo, il FCFF è derivante dalla somma tra il FCFO e il FCFI, desumibili in chiave retrospettiva dal rendiconto finanziario. Vi è da specificare che, seppur estremamente rigoroso, il metodo

dei DCF risulta particolarmente difficile da comporre, soprattutto per una complicata raccolta dei dati. I flussi, che devono essere prospettici, sono frutto di un'attività di *business planning*, che tenga dunque in considerazione il business della società in senso ampio, assoggettandolo ad ipotesi che possono puntualmente essere disattese. Oltre a questo, il tasso di sconto WACC racchiude dentro di sé parametri come il *Cost of Equity* (calcolo illustrato nei paragrafi precedenti), che non è affatto di agevole deduzione. Infine, i flussi prospettici, presumibilmente visti al rialzo di anno in anno in virtù dell'eventuale tasso di crescita storico osservato fino a quel momento, possono sensibilmente discostarsi dai valori previsti, potenzialmente impattati anche da variabili esogene o shock esterni. Sostanzialmente, potrebbe essere fuorviante utilizzare solo la crescita passata per decretare quella futura.

L'ultimo addendo afferisce, come detto, al TV, la cui formula è stata anch'essa riportata. Questo valore deve raffigurare un flusso di cassa sostenibile nel tempo (anche come possibile rielaborazione del NOPAT), ed esso può arrivare a pesare fino al 70-80% del valore totale calcolato. L'analista del fondo deve perciò prestare la dovuta attenzione al calcolo di questo fattore, in quanto dallo stesso possono scaturire valutazioni aziendali profondamente diverse tra loro. Un elemento di novità nel calcolo di questo parametro è  $g$ , che rappresenta il tasso di crescita che l'azienda presume di sostenere nel lungo periodo. In base al tipo di investimento questo parametro può variare largamente, si pensi ad esempio se un fondo effettua un investimento *Early Stage*, rispetto ad un *Buy Out*. Nel primo caso il tasso di crescita atteso sarà naturalmente maggiore del secondo, e questo fa sensibilmente alzare il TV. Il tasso  $g$  può essere calcolato secondo diverse modalità, anch'esse però direttamente rapportate al tipo di operazione, nonché al tipo di società target che il fondo ha individuato:

- **Tasso di crescita storico:** tasso medio aritmetico o ponderato fatto registrare dall'azienda, per le variabili di analisi (fatturato, reddito operativo, flussi monetari ecc.), nel periodo antecedente la proiezione esplicita. Il limite principale è quello per cui, qualora la società target sia una *start-up*, o impresa esistente da pochi anni, l'eventuale tasso riscontrato non è rappresentativo del futuro.
- **Tasso di crescita fornito dagli analisti:** direttamente desumibile il limite, ovvero che tale scelta è applicabile alle sole imprese quotate, ossia quei soggetti monitorati dagli analisti nel continuo, tra i cui obblighi vi è la costante pubblicazione dei risultati di periodo, anche infra-annuali.

- **Tasso di crescita basato sui fondamentali dell'azienda:** modalità alternativa, basata sulla redditività dell'impresa stessa, nonché sulla sua politica di reinvestimento di tale crescita. Anche per questa fattispecie si individuano i due approcci, l'*Asset side* e l'*Equity Side*, dei quali si esemplificano le formule per il risultato.

Tabella 4: Calcolo dei tassi di crescita - Ottica Asset / Equity Side

<u>Asset Side</u>	<u>Equity Side</u>
$g_{NOPAT} = \text{Reinvestment rate} * ROCE$ $\text{Reinvestment rate} = \frac{CAPEX - \text{ammortamenti} + \Delta CCNO}{NOPAT}$	$g_{r.n.} = (1 - \text{payout ratio}) * ROE$

In entrambe le colonne si evidenziano i due aspetti precedentemente citati, ossia la crescita e il reinvestimento. I due approcci, naturalmente, si declinano sulla base delle sfere di competenza, nel primo caso infatti viene preso come indice di redditività il ROCE (rendimento del capitale investito), mentre nel secondo il ROE, espressione della redditività pura ai soci. Partendo da questa suddivisione si declinano anche i relativi tassi di reinvestimento, che nel primo caso afferisce alla gestione degli investimenti e del circolante operativo (ottica di impresa *Asset side*), mentre nel secondo si prende in esame solo la politica di distribuzione degli utili, di pertinenza del solo socio. Si noti che in caso di reinvestimento totale, in assenza di dividendi, il tasso di crescita coincide con il ROE. Infine, anche i due tassi  $g$  differiscono, nella colonna di destra si valuta la crescita del NOPAT (calcolato come reddito operativo depurato dall'imposizione fiscale), e nel secondo il reddito netto.

Il tasso di crescita risulta particolarmente importante non solo per il suo peso nel calcolo del TV, e dunque nel valore finale associato all'*asset*, ma anche per la filosofia dell'investimento stesso del PE. L'idea di base è che il fondo investa in società laddove vi sia alto potenziale non ancora palesato, ossia dove riscontri delle prospettive di crescita in grado di remunerare correttamente il capitale investito.

Il concetto della valutazione aziendale, come preannunciato nell'introduzione, risulta legato al tema della *Corporate Governance*, concetto poi centrale in fase di analisi

empirica. È stato dimostrato come le società sviluppate sotto questo punto di vista risultino anche avere maggior valore (Gompers, Ishii, Metrick 2003), e che il rapporto si evidenzia per ciò che concerne sia la *Governance* interna che la *Governance* esterna (Cremers, Nair 2005). Vi è un'estesa letteratura che evidenzia come la *valuation* sia positivamente correlata alla *Governance*, ma molto spesso non è chiaro su come misurare quest'ultimo aspetto (Ertugrul, Hegde 2009; Larcker, Richardson, Tuna 2007). A questo riguardo l'analisi empirica a margine dell'elaborato terrà in considerazione solamente il rating G derivante da Bloomberg, laddove verranno comunque elencati i principali *drivers* che guidano la scelta delle agenzie. I fondi di PE dovrebbero essere dunque ben propensi a strutturare le proprie società target con robusti sistemi di *Governance*, in quanto essi aumentano il valore di mercato, e dunque la possibilità di massimizzare il profitto dell'investimento. Per le imprese medie analizzate da Ammann, Oesch, Schmid (2011), sembra che i costi di implementazione dei meccanismi di *Corporate Governance* siano inferiori ai benefici del monitoraggio, con conseguenti maggiori flussi di cassa e minori costi del capitale. Sulla base di quanto visto dunque in questo capitolo, ciò darebbe luogo a multipli o valori scontati maggiori. Di conseguenza, dal punto di vista aziendale, la *Corporate Governance* dovrebbe essere percepita come un'opportunità, piuttosto che come un obbligo o un puro fattore di costo.

## CAPITOLO TERZO

### 3.1 L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE

Nel “*Who cares wins - Connecting Financial Markets to a Changing World*”, redatto nel 2004, si incontrò per la prima volta l’acronimo ESG, e da quel momento le tematiche afferenti ai temi della sostenibilità divennero sempre più rilevanti nei sistemi economici mondiali. Il documento, sottoscritto dalle principali istituzioni finanziarie su indicazione delle Nazioni Unite, aveva lo scopo di chiarire quali fossero le prassi da utilizzare al fine di meglio integrare gli aspetti ambientali, sociali e di *Governance* nelle attività di gestione *assets*, investimenti ed analisi finanziarie. L’acronimo, composto da tre macro aree è di seguito introdotto:

*Environmental*: in questa categoria rientrano tutti gli aspetti legati all’ambiente e alla sua tutela. Ne sono degli esempi la gestione dei rifiuti, la lotta al cambiamento climatico, la limitazione alle emissioni di gas serra, e la tutela della biodiversità. Spesso capita che, anche a causa della sua eccessiva risonanza mediatica, l’aspetto ambientale venga abusato ed esageratamente spinto nelle *disclosure* aziendali, anche laddove l’impresa in questione non condivide, per la tipologia di business adottato, l’aspetto dell’ambiente come *driver* di valore. Da qui descritta proprio l’attività di *Greenwashing* (Lyon, Maxwell 2011).

*Social*: in questa categoria rientrano tutti gli aspetti legati alla persona e alla comunità laddove l’impresa è inserita. Ciò detto, nelle sfere di valutazione, non si considerano solamente i dipendenti, ma viene valutata la sensibilità aziendale verso tutti i possibili *stakeholders* aziendali. Tra i principali aspetti ne rientrano le politiche retributive, la parità di genere, diversità ed inclusione, *Welfare*, sviluppo del capitale umano, formazione, e rapporti con la comunità. L’aspetto *Social*, valutato in ambito di attività imprenditoriale, non va studiato nei confini della singola impresa, ma va considerata tutta la *Supply Chain* all’interno della quale essa opera.

*Governance*: apparentemente l’aspetto più labile ed intangibile, in realtà ricopre un’importanza considerevole, dato il fatto che da una *Governance* di qualità discendono le più virtuose politiche aziendali. In questa categoria rientrano la composizione degli organi sociali, le procedure interne, i regolamenti, la trasparenza fiscale. Questo aspetto sarà il focus dell’analisi empirica, laddove si tenterà di evidenziare una relazione positiva, se esistente, tra *Governance* e presenza di PE all’interno delle compagini sociali europee.

“*Who cares wins*” pone l’attenzione sull’importanza che il tessuto produttivo deve ricoprire nella sensibilizzazione sui temi ESG. Le imprese, infatti, devono svolgere un ruolo attivo sia per ciò che concerne la loro attività, e dunque sull’impatto che questa ha sull’ambiente circostante, sia per il flusso informativo verso l’esterno, ossia la *disclosure*.

Il testo riporta infatti:

“*Companies are asked to take a leadership role by implementing environmental, social and corporate governance principles and policies and to provide information and reports on related performance in a more consistent and standardised format.*”

Già nel 2004 si iniziava a parlare di standardizzazione nella *disclosure*, tema oggi di grande attualità e di revisione normativa<sup>11</sup>.

Egorov (2023), nel suo studio, sostiene che l’investimento con il solo scopo di recare interesse al *beneficiary*, ha lasciato il posto ad un altro approccio. A partire dal 2014, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, i fattori ESG legati al rischio e al rendimento finanziario dovrebbero essere considerati come *fiduciary duties*, ricordando come la catena degli investimenti sia diventata nel tempo sempre più ampia e complessa, e che limitarsi all’agire soltanto nell’interesse dei *beneficiaries*, non porta a rendimenti di lungo termine. L’autore sostiene, inoltre, come l’era pandemica non abbia fatto altro che acuire tale pensiero, sostenendo che i fattori ESG stiano rivestendo un ruolo sempre più di prim’ordine nella gestione della liquidità globale. Ciò che afferma l’autore è che nel tempo i mercati dovranno imparare a contemperare “razionalità” ed “empatia”, in quanto i due approcci, nel mondo finanziario, non si escludono a vicenda.

Quando si parla di investimento sostenibile si intende quell’operazione che mira a creare valore per l’investitore e per la comunità, integrando alle consuete analisi finanziarie anche quelle ambientali, sociali e di buon governo d’impresa (S.R.I. *Sustainable and Responsible Investments*). La prassi di scelta, nell’individuare i soggetti virtuosi da un punto di vista ESG su cui investire, annovera quanto segue:

- **Esclusione:** approccio che prevede di escludere le società che presentano caratteristiche oggettive non in linea con la filosofia ESG. Si pensi al tipo di industria nel quale il soggetto opera, come il tabacco, le armi, la pornografia ecc.

---

<sup>11</sup> Si riporta alla CSRD “Corporate Sustainability Reporting Directive”, introdotta nel Capitolo 4.1.

- **Convenzioni Internazionali:** gli investimenti vengono guidati ed effettuati sulla base di precise disposizioni normative, standard in genere definiti da OCSE, ONU, e sue agenzie (UNICEF ad esempio).
- **Best in Class:** con questo approccio si premiano nelle decisioni di investimento i soggetti più virtuosi in ambito ESG, e che all'interno di un paniere di emittenti si contraddistinguono per elevate performance.
- **Investimenti tematici:** il portafoglio viene organizzato secondo temi (cambiamento climatico, la salute, l'efficienza energetica ecc.), e tutti i titoli al suo interno rispondono a tali determinate caratteristiche.
- **Impact Investing:** una delle categorie più rilevanti, in quanto con tale modalità di investimento si punta a creare, oltre che un rendimento finanziario, un impatto socio-ambientale durevole. Tali operazioni sono molto diffuse nei Paesi emergenti, laddove le tematiche ESG sono meno sentite, e dunque vi sono maggior potenzialità di successo.

La sensibilità che gli investitori hanno dimostrato verso le tematiche ESG nel corso degli anni è stata corrisposta dal mercato. L'origine di panieri e/o indici di borsa contenenti esempi virtuosi in campo ESG è da individuarsi storicamente nel 1990, quando fu istituito il *Domini 400 Social Index*. Tale indice fu costituito, e ne porta il nome, da Amy Domini, un *broker* di Boston che negli anni '80 notò un accresciuto interesse del pubblico verso gli investimenti a carattere ESG, e che nel 1984 pubblicò "*Ethical Investing*" un manuale operativo su tali temi. L'opera consisteva in considerazioni pratiche per l'inclusione di strategie ESG nelle scelte di investimento, ancorché queste si limitassero al solo *negative screening* (strategia di *Esclusione*, vedasi quanto descritto sopra).

Nel tempo poi gli indici, i titoli, e più in generale gli strumenti di borsa a tema ESG sono sempre più cresciuti, e le informazioni ad esso inerenti sono diffuse e disponibili per la consultazione del pubblico. Il tema ESG è divenuto, infatti, in molte operazioni un fattore di valutazione all'investimento paritetico, o comunque non trascurabile, della performance finanziaria pura, che racchiude in sé le variabili classiche di rischio e rendimento.

Venendo ai giorni nostri, l'MSCI, noto fornitore di servizi finanziari americano, offre nella sua piattaforma online<sup>12</sup> innumerevole materiale relativo alle tematiche legate alla sostenibilità, e si propone come strumento di consultazione su indici ed andamenti di borsa. Parlando infatti di performance, la Figura 12 raffronta l'andamento nell'ultimo decennio di due indici MSCI, ossia l'*MSCI World*, espressione della performance azionaria *large & mid-cap* nei 23 Paesi al mondo più sviluppati, e l'*MSCI World ESG Leaders*, dei cui Paesi filtra solamente i titoli più virtuosi da un punto di vista ESG. Volutamente si escludono dalla tabella indici espressione di mercati emergenti, i cui andamenti sono molto più volatili e sensibili ad eventi esterni. Il risultato mostra come l'extra-rendimento dell'indice ESG non sia finora strutturale, ma vari di anno in anno. La sua media si assesta infatti sullo 0,04%, non segnalando risultati statisticamente accettabili.

Figura 12: Raffronto MSCI World & MSCI World ESG Leaders

Year	MSCI World ESG Leaders	MSCI World	Δ
2023	26,02	24,42	1,60
2022	-19,17	-17,73	-1,44
2021	25,29	22,35	2,94
2020	15,90	16,50	-0,60
2019	28,91	28,40	0,51
2018	-7,22	-8,20	0,98
2017	21,69	23,07	-1,38
2016	7,93	8,15	-0,22
2015	-0,55	-0,32	-0,23
2014	5,42	5,50	-0,08
2013	28,22	27,37	0,85
2012	15,18	16,54	-1,36
2011	-4,90	-5,02	0,12
2010	11,22	12,34	-1,12

La sensibilità ai temi ESG, e la *disclosure* aziendale su tali temi, è sotto la spinta non solo degli *stakeholders*, che vogliono ricevere più informazioni circa l'impegno delle imprese nelle loro politiche sostenibili, ma anche del tessuto produttivo stesso. All'interno del mondo delle imprese si sta instaurando una cultura ESG che nel prossimo futuro guiderà le decisioni dei più grandi operatori al mondo. Il "*CEO Outlook 2023*", studio effettuato annualmente da KPMG, evidenzia come tra gli intervistati il 69% abbia dichiarato di aver integrato le tematiche ESG all'interno della gestione aziendale al fine di creare valore, e

<sup>12</sup> <https://www.msci.com/>

che il 35% ha cambiato la modalità di comunicazione su detti temi, in modo tale da allineare le strategie ESG ai *drivers* di valore del business. I CEOs globali intervistati sostengono, inoltre, che i ritorni sugli investimenti ESG sono ancora lontani, ma che gli stessi rivestono molta importanza per i clienti e per il brand. Il 24% è convinto infatti che nell'arco di tre anni le strategie ESG tenderanno a migliorare le relazioni con il cliente e il 16% afferma che le stesse rafforzeranno la reputazione del marchio. Benché i dirigenti intervistati si siano detti pienamente d'accordo sulle ultime scelte legislative in tema di regolamentazione e *disclosure* ESG, affermano allo stesso tempo che per le imprese risulta ancora poco agevole contemperare le performance ESG alla crescita del business, mettendo in contrapposizione quelli che sono i desideri dello *stakeholder* a quelli di profitto dell'azionista. Allo stato attuale, questo risulta ancora l'ostacolo più grande che i *policy-makers* dovranno superare per far completamente radicare la filosofia e l'approccio ESG nelle dinamiche e strategie aziendali.

Ora che il tema dell'investimento sostenibile è stato inquadrato, è tempo di declinare tale aspetto sull'attività di PE, di cui l'investimento in senso generale ne è il *core-business*. Il prossimo paragrafo tratterà infatti l'approccio ESG, e il suo sviluppo negli ultimi anni, nel settore del PE.

### **3.2 L'APPROCCIO ESG NEL PRIVATE EQUITY**

Il PE, essendo esso stesso un'attività di investimento riveste un ruolo molto importante in tema di sostenibilità, e nel tempo anche gli stessi fondi che operano sul mercato hanno deciso di inglobare tali aspetti nelle loro valutazioni. La sostenibilità, intesa in senso ampio, non impatta l'attività di PE solo nella misura di una scelta della società target virtuosa in detto ambito, ma nella sua imprenditorialità il fondo si vede impegnato nella gestione di business sempre più coinvolti nei temi ESG, nella continua emersione di nuovi *drivers*, nonché nella redazione di una *disclosure* al pubblico sempre più completa. Il presente capitolo ha dunque l'obiettivo di studiare ed illustrare, anche con l'aiuto di statistiche, come il mondo ESG sia entrato in maniera preponderante nell'attività di PE, aggiornandone l'approccio e l'insieme degli aspetti rientranti nelle valutazioni.

PwC<sup>13</sup> ha condotto un'intervista, i cui risultati pubblicati nel sito web riportano data luglio 2023, a 150 aziende di PE, investigando se tra queste i temi ESG fossero rilevanti nell'attività. Un primo risultato importante è che il 70% degli intervistati dichiara come i parametri ESG siano nelle prime tre posizioni nella scala dei valori aziendali, denotando come la sostenibilità stia creando cultura all'interno delle organizzazioni, limitando l'approccio adottato fino a quel momento secondo cui i temi ESG fossero rilevanti solo in termini di rischio (e solo in tal senso quindi tutelati). Gli intervistati dichiarano inoltre come le valutazioni ESG riguardino più attività, che non si limitano solo alla valutazione iniziale, ma considerano la redazione della *due-diligence*, la preparazione dei piani post-acquisizione (denotando dunque anche una rilevanza strategica), e negli accordi per la definizione del prezzo dell'operazione.

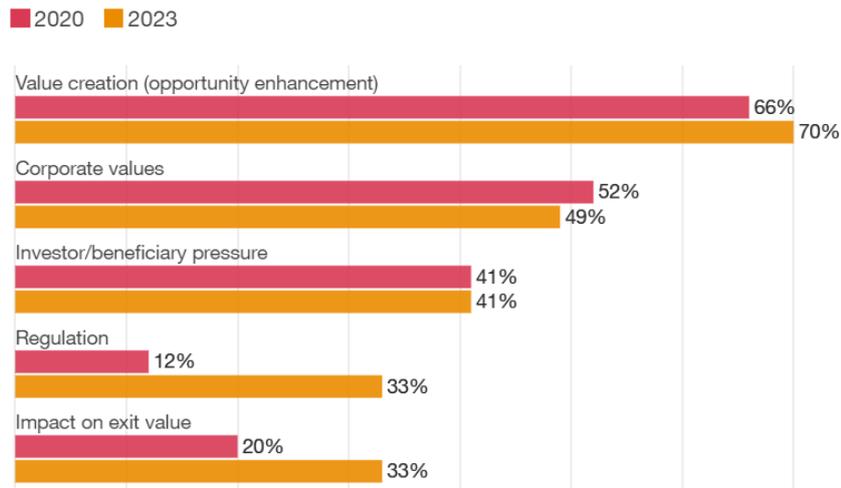
La Figura 13 illustra come, per gli intervistati, siano cambiati i *drivers* rilevanti ESG tra il precedente sondaggio effettuato nel 2020, e l'ultimo del 2023. Al primo posto, riconfermato, si ritrova la creazione di valore, con le conseguenti opportunità di sviluppo, ma la cosa più degna di nota sono sicuramente gli ultimi due punti: *Regulation*, e *Impact on exit value*. Entrambi questi fattori nel 2020 pesavano rispettivamente il 12% e il 20% in termini di percentuali, segnalando un repentino cambio di rotta nella sensibilità degli intervistati. La *Regulation*, nella quale si incorporano tutti gli aspetti legislativi e regolatori afferenti ai temi ESG ha sicuramente acquisito importanza a seguito della proposta di Direttiva CSRD (trattata nel capitolo successivo), la quale ha introdotto obblighi ed implementato la qualità della *disclosure* effettuata dalle società. In secondo luogo, sembra che anche l'aspetto prettamente monetario sia stato impattato dalla cultura ESG, e l'*Impact on exit value* lo testimonia. Una buona gestione ESG può garantire, per molti intervistati, dei benefici sul prezzo di uscita, ossia nella fase finale di disinvestimento.

Entrambi i fattori pesano ora nello scenario per il 33%.

---

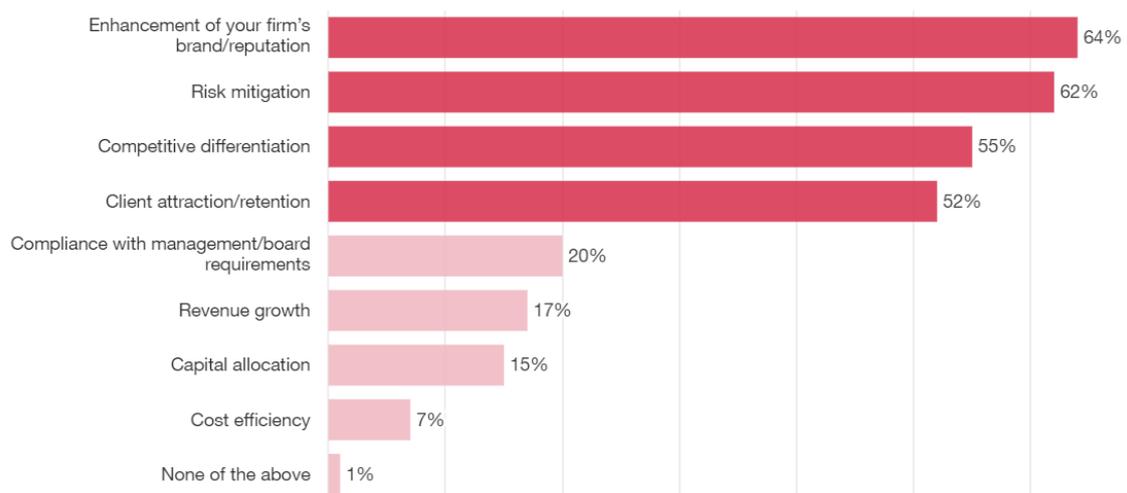
<sup>13</sup> Source: PwC's Global Private Equity Responsible Investment Survey 2023 (base: all respondents = 166)

Figura 13: I drivers importanti per le PE Firms - PwC Interview



Per ciò che concerne invece i benefici che l’ESG comporta all’impresa di PE, la Figura 14 elenca le varie risposte con le relative percentuali. Ciò che emerge è che l’ESG rimane fortemente legato ad aspetti qualitativi, come il posizionamento sul mercato (riassunto di potenziamento *brand*, attrattività per il cliente, differenziazione dai *competitors*) e la mitigazione del rischio. Nella gestione quotidiana dell’impresa non si riscontrano forti benefici quantitativo-finanziari, come l’efficienza di costo o la crescita del fatturato, fattore questo che pone ancora distanza tra l’ESG ed un completo assorbimento dello stesso nella cultura di impresa.

Figura 14: Benefici dell’ESG sull’attività di PE - Fonte PwC



Ciò che emerge, dunque, è che l'ESG si stia limitando, purché in crescita nella sensibilità degli intervistati, a strumento di comunicazione, prettamente legato ad aspetti qualitativi ma che ancora deve essere sviluppato per fornire anche performance finanziarie migliori. È pur vero che non essendoci molto spesso chiari *benchmark* quantitativi per i fattori ESG (con l'eccezione dell'aspetto ambientale, come le emissioni di gas serra), è difficile per le società individuare e saper quantificare i ritorni e le performance in ottica di sostenibilità. I benefici, derivanti ad esempio dall'orientamento verso mercati, prodotti e catene del valore sostenibili, si paleseranno nel medio-lungo periodo, influenzando positivamente a quel punto il fatturato, il costo del debito, e i flussi di cassa generati. In aggiunta, vi è da specificare che l'assenza di una standardizzazione della *disclosure* in ambito ESG non aiuta, e allo stato attuale gli *Sustainability Report* pubblicati dalle società assumono le sembianze di un mero strumento di marketing, legato dunque proprio alla comunicazione.

Il ruolo dell'investitore nel mondo ESG inizia ben prima dell'entrata nel capitale azionario, momento in cui parte l'effettiva gestione. Come si è visto, il fondo può mettere al centro i fattori ESG già in fase di predisposizione *due-diligence*, mirando ad identificare i rischi vigenti e le opportunità per la società target, elaborando contestualmente possibili nuove strategie in ambito. Una volta entrato nella gestione il fondo deve cercare di promuovere la cultura ESG ingaggiando con l'impresa un rapporto di supporto, promozione e focalizzazione sui temi rilevanti, tentando di colmare possibili "miopie" del management (Gervasoni, Sattin 2020). Gli obiettivi si svolgono attraverso tre step, tutti indispensabili per una buona riuscita della strategia. Dapprima l'impresa deve cercare di mantenere una capacità comunicativa ed una forte trasparenza in ambito ESG, seguita da una accesa focalizzazione su detti temi, alimentata da obiettivi ed adeguate strutture organizzative. Infine, è opportuna un'attenta attività di verifica e monitoraggio degli obiettivi e dei risultati raggiunti, che sia in grado di colmare eventuali mancanze e che sappia prontamente cogliere segnali dal mercato.

Dato che tendenzialmente l'attività di PE si focalizza sull'investimento in imprese non quotate, un'analisi sui profili di sostenibilità lungo tutte le fasi di attività (*scouting*, analisi preliminare, *due-diligence*, *closing*, gestione effettiva e *way out*) risulta particolarmente importante, in quanto permette di mettere in luce aspetti che, solitamente, non sono resi pubblici, non vigendo ancora in capo a tali soggetti l'obbligo di *disclosure*. Il documento "*Private equity sostenibile Una guida per gli operatori del mercato italiano*", redatto nel

2015 da AIFI, di concerto con i principali operatori nel panorama finanziario, offre delle linee guida sulle quali le imprese di PE operanti nel settore si possono basare. Lo stesso definisce una serie di vantaggi per le società di gestione che adottano pratiche per l'investimento sostenibile, riassumibili in: posizionamento, consapevolezza, visibilità e trasparenza. Dalla dimensione dell'operatore poi discendono le modalità di attuazione di tali linee guida. Imprese di PE esperte e mature possono permettersi l'introduzione di nuove *policies* in ambito, corredate da nuove strutture gerarchiche e la creazione di team dedicati ad alte competenze. Operatori invece più piccoli si limiteranno allo sviluppo delle pratiche esistenti, in quanto la redazione e l'instaurazione di *policies* nuove risulteranno troppo onerose, con attenzione alla complessità gestionale comportata. L'assimilazione di nuove *policies* può essere integrata ai profili di investimento esistenti, a cui consegue naturalmente un'attività di collaborazione più marcata con le società in portafoglio. Alternativamente il fondo può optare per introdurre le nuove procedure SRI ai soli futuri investimenti, evitando la retroattività. Le linee guida evidenziano inoltre l'importanza delle competenze all'interno del team S.G.R. (usato tale acronimo in quanto il documento si limita a fornire dettagli operativi ai soli operatori italiani) per una corretta ed efficiente gestione degli aspetti SRI nell'investimento, o al più di servirsi di consulenti esterni. La creazione di una *Governance* interna in ambito ESG è sicuramente onerosa, ragion per cui il documento non prevede un obbligo dichiarato di munirsi di una gerarchia dedicata (*ESG Department*), ma è sufficiente una corretta formazione dei team esistenti, che comporta un costo sicuramente più limitato e pienamente ripagato nel lungo periodo. Altro spunto di attenzione per un'impresa di PE è, come detto, la trasparenza e la chiarezza sugli obiettivi comunicati fin dalle prime fasi di *fundraising*. Questo perché, nel momento in cui un fondo si ritrova dinnanzi a una pletora di investitori eterogenei (si pensi ad esempio alle differenti sensibilità che vi sono tra una banca d'investimento, un fondo pensione o un *business angel*), è opportuno chiarire fin da subito i target di sostenibilità e i *drivers* che in tale ambito sono importanti per l'impresa nell'attività di investimento, al fine di evitare tensioni interne che portano ad una più difficoltosa collaborazione tra le parti. Quest'ultimo punto riveste una particolare importanza non solo con gli investitori, ma anche con le stesse società target, obiettivi dell'investimento. Nella fase preliminare infatti è opportuno che i *GPs* chiariscano con la controparte che gli obiettivi di sostenibilità saranno pienamente integrati nella gestione d'impresa, qualora previsti, al fine di non compromettere il rapporto *win-win* alla base.

Il fatto che nel panorama europeo, in particolare nell'area italiana, la percentuale di investimenti in PE sia minoritaria rispetto agli altri strumenti (si rimanda alla statistica riportata nel paragrafo 1.2, secondo cui si limita allo 0,62% del PIL europeo), è da imputarsi ancora ad una distorta sensibilità degli investitori che vedono tale tipo di investimento come eccessivamente rischioso e poco trasparente. Uno sviluppo del PE in ambito ESG potrebbe rivelarsi, dunque, una spinta rilevante anche per un cambio di paradigma, al fine di aumentarne la quota di mercato.

Uno dei documenti fondamentali nella fase di accordo è la *due-diligence*, che mira ad effettuare un'attenta analisi dei profili di rischio individuandone i principali fattori, valutare le possibili opportunità di crescita e sviluppo, ed elaborare nuove strategie per la gestione dei rischi. La differenza principale tra il documento tradizionale e la sua declinazione in ottica ESG è soprattutto la completezza. Benché i due condividano molti aspetti, il secondo sicuramente include profili di rischio trascurati nel format tradizionale, con particolare enfasi ai rischi ambientali. Vi sono dei settori direttamente interessati all'impatto ambientale, come ad esempio il petrolifero o il chimico, che per la loro natura includono il rischio ambientale nelle classiche *due-diligence*, ma in via tendenziale i rischi condivisi tra i due format rimangono soprattutto quelli sociali e di *Governance*. Un altro elemento di differenza tra le due versioni è quello per cui la declinazione ESG si contraddistingue per una più marcata sostanzialità, a discapito della formalità della *due-diligence* tradizionale. Si immagini, ad esempio, l'analisi della catena di fornitura, che non deve essere trattata solo analizzando il rischio legale ad esempio, ma subentrano anche aspetti reputazionali o di "*status*". Il fatto per cui una società target non sia virtuosa in ambito ESG può avere duplice valenza per il gestore: negativa o positiva. La prima porta a evitare l'investimento, data la mancanza di un presupposto di estrema importanza per il fondo, ma allo stesso tempo può rappresentare una grande opportunità, qualora il gestore riesca a far instaurare in essa la cultura ESG, liberandone il valore aggiunto implicito. Per fare ciò, naturalmente, il fondo necessita di risorse e competenze adeguate, fattori questi da valutare approfonditamente nella *due-diligence*, rimarcandone di fatto l'importanza.

L'attività ESG, che si sostanzia in un processo continuativo non limitato a un solo prodotto di *disclosure* finale, può rivelarsi rilevante anche per l'*exit* del fondo dalla società target, impattando l'operazione positivamente (si veda a tale proposito l'intervista effettuata da PwC riportata nel paragrafo 3.2). In ragione di ciò, la sostenibilità può

rivelarsi un *driver* capace di influenzare, in misura più o meno marcata, il *capital gain*, fine ultimo dell'attività di investimento di PE.

Giunti a questo punto, data la ricorrente introduzione della *disclosure* di sostenibilità lungo i paragrafi precedenti, risulta opportuno illustrare lo strumento legislativo che si pone l'obiettivo di rivoluzionare la gestione della sostenibilità all'interno del mondo aziendale, nonché di regolamentarne l'informativa agli *stakeholders*: la Direttiva europea CSRD.

## CAPITOLO QUARTO

### 4.1 LA DIRETTIVA EUROPEA CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*

Il Regolamento UE 2019/2088 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari è stato concepito con l’obiettivo di creare norme di trasparenza armonizzate per i partecipanti ai mercati finanziari e consulenti finanziari, relative alle modalità di integrazione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo nelle loro decisioni di investimento e nella loro consulenza finanziaria, il tutto nel quadro legislativo per una finanza sostenibile. Con informazioni affidabili e comparabili i *policy-makers* promuovono con questo regolamento (chiamato anche SFDR – *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) una transizione del sistema finanziario verso la sostenibilità, continuando a sostenere le imprese tuttora sostenibili.

Trattando ora le aziende in senso ampio, e non solo quelle operanti in ambito finanziario, si riscontrano delle esigenze degli *stakeholders*, palesate con richieste sempre più dettagliate concernenti la gestione ESG da parte delle aziende, che hanno spinto l’Unione Europea a varare un corpo normativo che rispondesse a tali presupposti, ossia la *Corporate Sustainability Reporting Directive*. La stessa ha come obiettivo di far raggiungere all’Unione Europea una situazione di vantaggio rispetto al resto del mondo per ciò che concerne la transizione sostenibile, e si instaura in un confine legislativo tracciato da più misure in tal senso. Si pensi all’obiettivo di neutralità climatica da raggiungere entro il 2050, l’arrivo delle misure strutturali legate all’*Industrial Green Deal* e alla presentazione della *roadmap* per la *Sustainable Finance* da parte dell’EBA, il tutto al fine di una creazione di un sistema economico e finanziario dell’area sempre più sostenibile. Le imprese, in quanto soggetti di prim’ordine nello scacchiere europeo, hanno il dovere di sensibilizzarsi sui temi ESG, partendo da una *disclosure* al mercato completa e di qualità. Nel *Green Deal* europeo si colloca, infatti, con approvazione e pubblicazione in Gazzetta Ufficiale il 16 dicembre 2022, la Direttiva nr. 2022/2264 definita come CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*), che va a sostituire la precedente Direttiva 2013/34/UE conosciuta come NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*)<sup>14</sup>. Il cambio lessicale dalla precedente all’attuale, che va ad introdurre il termine “Sostenibilità”, va a

---

<sup>14</sup> “Corporate Sustainability Reporting Directive: la nuova direttiva che cambia lo scenario ESG”, PwC 2024

segnalare il fatto che la *disclosure* da parte delle imprese non assume solo carattere non finanziario, non rientrando in quelli che sono i consueti schemi di bilancio, ma si colora di un significato preciso, che inquadra un tema specifico di sostenibilità. Il risultato a cui mira il corpo normativo non è solo quello, dunque, di migliorare lo *status quo* della *disclosure* ESG, standardizzandola e parificandola agli schemi di bilancio tradizionali, ma anche evidenziarne la naturale connessione. La Direttiva è entrata in vigore il 5 gennaio 2023, ma la pubblicazione delle prime relazioni è fissata per l'anno 2025, relativamente al FY24. Il bacino degli operatori coinvolti si allarga fortemente; da una stima dell'Unione Europea le società che attualmente redigono la *Non-Financial Disclosure* sono 11.700, ma con la nuova Direttiva passeranno a 49.000, di cui 7.000 solo in Italia<sup>15</sup>. Il far sì che molti più soggetti siano destinatari dell'obbligo di *disclosure* dimostra come vi sia la forte volontà di far instaurare all'interno del tessuto produttivo la cultura ESG, e che gli operatori in gioco curino le informazioni che arrivano al mercato. Rispetto alla precedente Direttiva, nel nuovo corpo normativo sono coinvolti in aggiunta i seguenti soggetti:

- **Grandi imprese non quotate** che alla data della chiusura del bilancio, anche su base consolidata, abbiano superato almeno uno dei criteri dimensionali:
  1. 250 numero medio di dipendenti;
  2. € 20 milioni di stato patrimoniale;
  3. € 40 milioni di ricavi netti;
- **Piccole e medie imprese quotate (escluse le micro-imprese)**. Sono inoltre compresi tutti gli istituti di credito di piccole dimensioni non complessi e le imprese di assicurazione operanti in Gruppo.
- **Imprese e figlie di succursali con capogruppo extra-UE** per le quali tale capogruppo abbia generato in UE ricavi netti superiori a € 150 milioni per ciascuno degli ultimi due esercizi consecutivi e almeno:
  1. Un'impresa figlia soddisfi i requisiti dimensionali della CSRD;
  2. Una succursale abbia generato ricavi netti superiori a € 40 milioni nell'esercizio precedente;

---

<sup>15</sup> <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/informazioni/comunicazione-sulla-sostenibilita-nuove-regole>

Il recepimento della Direttiva in capo agli Stati membri UE è stato previsto per il biennio 2023-2024 mentre, per ciò che concerne l'applicazione è previsto il seguente triennio:

**2024** – Applicazione per gli Enti di interesse Pubblico rilevanti (reporting nel 2025 su FY24)

**2025** – Applicazione per le grandi aziende non quotate (reporting nel 2026 su FY25)

**2026** – Applicazione per le PMI quotate, le istituzioni creditizie piccole e non complesse, e le imprese di assicurazione operanti in Gruppo. Per tali categorie, data la loro struttura semplificata è stato dato un ulteriore lasso di tempo per adeguarsi ai nuovi obblighi, con la cosiddetta “*opt-out option*”. L'operatore ha quindi la possibilità di posticipare di due anni l'obbligo di *disclosure* (fino al 01/01/2028), fatta salva la necessità di fornire una spiegazione circa l'aver deciso di avvalersi di tale opzione.

Uno degli elementi di novità della Direttiva è sicuramente, a differenza della precedente NFRD, il principio della “doppia materialità”, secondo cui un operatore non è tenuto solo a rendicontare l'impatto che esso ha sulla società che lo circonda, ma anche come i fattori critici ESG (come ad esempio i cambiamenti climatici e i diritti umani) impattano la sua attività. La sostenibilità diventa, in quest'ottica, uno scambio informativo bidirezionale, che va a rafforzare il rapporto di coesione e collaborazione che sussiste tra azienda e *stakeholders*. La standardizzazione dell'informativa prevede inoltre di arginare fenomeni quali il *greenwashing*, fissando regole chiare e complete a cui gli operatori devono rifarsi, e rendendo dunque equiparabili e paragonabili i diversi “bilanci di sostenibilità”.

Nell'ambito del PE, essendo esso uno strumento di investimento nel capitale privato, tendenzialmente dunque in aziende medio-grandi non quotate, la scadenza da tenere in considerazione sarà quella del FY2025, anno in cui tale tipologia di imprese sarà tenuta alla redazione del suo *reporting* di sostenibilità. Gli operatori PE dovranno dunque assistere e supportare le proprie aziende in portafoglio per rispondere nel migliore dei modi a tale obbligo. Le stesse imprese di PE potrebbero essere tenute alla redazione di questo nuovo documento, monitorando soprattutto, non il limite dei dipendenti (difficilmente superabile), quanto le soglie di fatturato e di attivo di bilancio.

La redazione di documenti che solo apparentemente non entrano in conflitto con l'attività *core* aziendale può influenzare invece di molto la strategia. Fonseca, Richardson (2023) hanno infatti testato in ambito cinese come l'obbligatorietà di *Disclosure* o CSRP da parte

delle imprese impatti la strategia di remunerazione ai soci. La CSRD (intesa non come Direttiva UE, ma come *disclosure* in ambito sostenibile) e la CSRP hanno un effetto congiunto positivo (negativo) sulla propensione delle imprese a pagare i dividendi, sull'ammontare dei dividendi pagati, e sulle decisioni di aumento (riduzione) di distribuzione degli stessi. Lo studio dimostra inoltre come gli investitori traggano vantaggio dall'investire in imprese socialmente responsabili, ossia soggetti laddove il management si impegna in attività sostenibili, e le rende pubbliche proprio per massimizzare la ricchezza per l'azionista. Oltre a questo, la ricerca mostra come una *disclosure* di sostenibilità obbligatoria sostituisca parte delle norme che aumentano i dividendi pagati agli azionisti di minoranza, rivelandosi utile ai *policy-makers* che vogliono migliorare tali norme.

Redigere una *disclosure* che si basi sulla materialità significa rendicontare tenendo conto di *drivers* effettivamente impattanti per la società in questione, e dunque ogni business, ogni industria, ogni settore, presenterà una rendicontazione diversa a seconda delle proprie peculiarità. Gli standard ESRS, che sono divisi in standard generali e standard specifici, prevedono che le imprese di PE dovrebbero anticipare nel *reporting* anzitutto una *general disclosure*, come ad esempio la strategia aziendale, la *Governance* interna, o il *risk management*, fattori questi considerati sempre materiali<sup>16</sup>. Successivamente passare a standard specifici dell'industria, come il “*business conduct*”, “*own workforce*”, e “*consumer and end-users*”. Tutti questi fattori richiedono una *disclosure* completa ed estesa, supportata sì da analisi qualitative, ma anche da corpose parti quantitative (statistiche interne, *report*, andamenti dei valori in analisi ecc.). *Debevoise & Plimpton LLP*<sup>17</sup> sostiene, infatti, che la sola parte relativa alla propria forza lavoro dovrebbe assestarsi sulle 40 pagine di *disclosure* per essere valutata completa, e in essa vanno illustrate le *policies* rilevanti, tutte le azioni messe in atto, e le strategie future per affrontare i rischi in tale ambito. Qualora un'impresa decida di non fornire *disclosure* su taluni aspetti ambientali, come le emissioni o l'inquinamento generato, poiché sono ritenuti non “materiali” per il business, essa dovrà dare giustificazione della decisione.

Altro fattore di vitale importanza nella CSRD è il ruolo della catena del valore, la cosiddetta *Value Chain*. Essa si sposa direttamente con il principio della materialità esposto sopra, infatti nella propria *disclosure* l'impresa dovrà rendicontare gli impatti che

---

<sup>16</sup> <https://www.debevoise.com/insights/publications/2023/09/csrd-impact-on-private-equity>

<sup>17</sup> <https://www.debevoise.com/insights/publications/2023/09/csrd-impact-on-private-equity>

essa ha non solo sugli *stakeholders* più prossimi, ma anche su tutti i soggetti che compongono la sua catena del valore, sia al di sopra che al di sotto. Particolare riferimento ai “*Value Chain workers*”, ossia dipendenti di fornitori, clienti e/o *competitors*, i quali possono essere impattati dall’attività dell’impresa in oggetto. Il tipo di attività esercitata dagli operatori di PE non deve limitarsi al proprio ruolo e al proprio impatto sulla società circostante, quanto dovrà rendicontare gli eventuali impatti che le società in cui hanno investito hanno nei confronti degli *stakeholders*, giustificando di fatto il proprio portafoglio. Negli standard ESRS vi sono delle specifiche richieste poste in capo alle “*Financial Institutions*” (si ricorda a tale proposito che l’attività di PE in Europa è considerata attività finanziaria, e non pienamente imprenditoriale come negli Stati Uniti), con particolare riferimento al *Scope 3 GHG Emissions* delle aziende target su cui si è investito. Ecco che gli operatori di PE dovranno (e devono) esercitare un ruolo di supporto, con auspicabile creazione di un forum utile alla formazione e alla condivisione delle migliori prassi in materia di rendicontazione CSRD per le proprie società in portafoglio. Ciò include l’assistenza negli stadi iniziali di *scoping*, la comprensione degli standard con un’analisi di materialità del proprio business, e l’identificazione delle catene di valore più rilevanti. Il processo di raccolta dati, soprattutto a fronte di gruppi di imprese operanti con filiali dislocate, risulta molte volte non agevole, ragion per cui l’attività di rendicontazione è un flusso di azioni continuo, che si sostanzia al termine con la pubblicazione di un singolo documento. Per ciò che concerne le catene di fornitura la prassi prevede di inoltrare questionari di raccolta dati ai soggetti che le compongono, altra attività dispendiosa e che non sempre garantisce un buon esito.

Le strutture molte volte complesse che le imprese di PE mettono in piedi per esercitare la propria attività (si pensi ad *holding*, veicoli ecc.) complicano la gestione della *disclosure*. La CSRD, attraverso una serie di integrazioni alla vigente Direttiva contabile, introduce la *disclosure* di sostenibilità su una base sostanzialmente identica a quella finanziaria, facendo convergere gli ambiti di *reporting*. Eventuali veicoli, società di partecipazione, fondi ed altri soggetti della struttura, saranno consolidati nel *reporting* di sostenibilità solo se lo saranno nel *reporting* finanziario. Questo è un altro segnale di come l’introduzione di questo nuovo strumento di *disclosure* voglia in molti modi posizionarsi sullo stesso livello dei consueti prospetti di bilancio, ma soprattutto essere considerato uno strumento di eguale importanza nella valutazione e comparabilità aziendale. Su questo tema sorgono comunque delle naturali complicazioni, in quanto la CSRD è un corpo normativo che

mira a regolare soggetti UE o gruppi mondiali la cui capogruppo è una società UE, mentre il consolidamento finanziario comprende generalmente nei prospetti l'intero gruppo mondiale, senza distinzioni. Oltre a questo vi sono altre divergenze tra cui le esenzioni previste nel consolidamento finanziario, e che in quello di sostenibilità non sono previste, come ad esempio il consolidamento tra fondi e società in portafoglio; oppure le società collegate, enti laddove l'impresa di PE esercita un'influenza significativa ma non di controllo, o le *joint-ventures*, le quali sono trattate con principi di rendicontazione dedicati nell'ambito finanziario. Questi sono tutti risultati del fatto che si sta accostando ed equiparando, per quanto possibile, standard finanziari globali e riconosciuti in tutti i Paesi (IFRS su tutti), con una nuova rendicontazione europea, che in quanto tale regola i soli soggetti operanti nell'area. La situazione di ottimo sarebbe dunque uno standard di sostenibilità che, seppur basato su principi previsti dalla vigente normativa CSRD, sia globalmente riconosciuto ed applicato, con lo scopo di giungere ad un'effettiva comparabilità tra i vari meccanismi di rendicontazione finanziaria ed ESG.

La ricerca si è come detto già focalizzata sulla *disclosure* di sostenibilità, intendendo con essa non la Direttiva appena introdotta, che è entrata in vigore dal 1° gennaio 2024, ma in senso generale la trasmissione di informazioni aventi carattere di sostenibilità al mercato. È stato osservato un effetto significativo di tale tipo di *disclosure* sulla *Corporate Reputation*, che contribuisce in particolare alla performance aziendale. La *Corporate Governance*, nei risultati, ha avuto un effetto moderato su reputazione e *disclosure*. Tra i fattori che contribuiscono a promuovere una *disclosure* in tal senso sono stati individuati la *CEO integrity*, l'*ownership concentration*, e la *Corporate Reputation* (Siddiqui, YuSheng, Tajeddini 2023). Lo studio offre anche degli spunti al management, invitandolo al perseguimento di attività CSR e a saperle comunicare correttamente al pubblico; alle imprese vulnerabili, soprattutto dalle oscillazioni economiche, di partecipare attivamente alle iniziative ESG per prepararsi al meglio agli shock reputazionali imprevisti. Gli autori pongono al centro i leaders aziendali, come garanti di una *disclosure* di qualità. Un leader integro non è coinvolto in azioni fraudolente, che possono danneggiare *in primis* la credibilità della *disclosure* stessa, e *in secundis* la *Corporate Reputation*.

La CSRD, che introduce una *disclosure* sempre meno ancorata al ruolo di informativa, ma più assimilata al corpo di bilancio, prevede un'attestazione specifica da parte del revisore, che comprova che il documento sia stato redatto secondo i requisiti e le linee

guida disposti dalla Direttiva stessa. Si ha una *reasonable assurance* quando l'oggetto dell'attività di revisione è la misurazione del sottostante rispetto a determinati criteri, e una *limited assurance* se le valutazioni analizzate risultano errate<sup>18</sup>. Sandra C. Vera-Munoz (2023) sostiene nel suo studio come gli utilizzatori dei bilanci valutino maggiormente gli investimenti in sostenibilità quando gli stessi bilanci siano garantiti e quando i redattori siano incentivati ad investire in iniziative di sostenibilità. De Meyst, Cardinaels, Van den Abbeele (2023) dimostrano, inoltre, come la garanzia delle informazioni sulla sostenibilità funga da deterrente per il “*cheap-talk*” da parte dei redattori dei bilanci, in quanto incentivati ad investire realmente in iniziative legate alla sostenibilità.

Da precisare, infine, che la scelta del revisore non è guidata. Una società può liberamente scegliere di affidarsi allo stesso soggetto al quale compete la revisione del bilancio finanziario, oppure optare per un doppio revisore. In tal caso, la scelta comporterà in capo alla società un aumento dei costi in termini economici e gestionali, per cui è consigliata un'attenta valutazione da parte del management.

Mantenendo il filo conduttore della tesi, ossia esaminare ed illustrare il rapporto tra PE e *Corporate Governance* (ESG pillar), si precisa che anche in tema di *disclosure* la ricerca ha dimostrato come l'assetto di *Governance* influenzi fortemente la divulgazione, sia essa finanziaria volontaria ma anche non finanziaria, oggetto della proposta di Direttiva CSRD. Si evidenzia che una minore proprietà manageriale e una significativa proprietà governativa siano associate ad una maggiore *disclosure*. Oltre a questo, le imprese di più grandi dimensioni, e quelle con un minore indebitamento, presentano maggior capacità divulgativa (Eng, Mak 2003). Non solo la *Corporate Governance*, ma anche la *disclosure* in ambito influenza pesantemente il *Cost of Equity* e il *Cost of Debt*, andando ad influenzare anche la *valuation* societaria (Botosan 1997, Sengupta 1998).

## 4.2 IFRS S1 e S2 – Una risposta alla Direttiva CSRD

In virtù delle osservazioni appena fatte, l'IFRS sembra aver intrapreso un vero percorso di integrazione tra quella che è la classica rendicontazione finanziaria e il *reporting* di sostenibilità. Come risposta ai vari input pervenuti dai *policy-makers*, non ultima la

---

<sup>18</sup> <https://www.riskcompliance.it/news/csrd-la-nuova-direttiva-sul-bilancio-di-sostenibilita/>

Direttiva CSRD, e con l'obiettivo di sensibilizzare il mercato sui temi ESG, nonché per fornire una *disclosure* completa e standardizzata, nel giugno del 2023 l'ISSB ha pubblicato i suoi primi standard ESG, aprendo un nuovo capitolo della rendicontazione in senso generale. Il primo, l'IFRS S1, racchiude i requisiti generali per l'informativa finanziaria relativa alla sostenibilità, e l'IFRS S2, che mantiene invece il focus sul clima e sui rischi ad esso legati.

L'IFRS S1 è definibile "base", e il suo obiettivo è che l'ente fornisca tutte le informazioni rilevanti sui rischi e sulle opportunità legati alla sostenibilità a cui esso è esposto, e che il risultato sia utile agli utilizzatori dell'informativa nel prendere decisioni sull'opportunità di fornire risorse economiche all'ente stesso. I rischi e le opportunità che sono oggetto di informativa possono infatti impattare il valore aziendale, che dipende direttamente dalle aspettative circa l'ammontare, la tempistica e la variabilità dei flussi di cassa che l'azienda stessa è in grado di generare. Gli standard indicano, inoltre, che l'entità fornisca una rappresentazione completa, neutra e accurata dei rischi e delle opportunità (da notare come il concetto di sostenibilità abbia entrambi i connotati, positivo e negativo) attinenti al mondo ESG, informazioni che non sono così ampiamente fornite nei prospetti finanziari di bilancio. Il fatto che tali rischi ed opportunità siano descritti con riguardo all'impatto che questi hanno sul valore aziendale, ossia sui flussi di cassa generati, fa sì che vi sia una naturale convergenza tra tali standard ed il concetto di materialità reiterato qui più volte. Si tratteranno nell'informativa solo quei fattori che realmente influenzano la gestione aziendale, senza scadere in *disclosure* poco centrate e su fenomeni di *greenwashing* ad esempio. Lo standard S2 richiede, invece, al soggetto di rendere conto circa la sua esposizione a rischi ed opportunità legati al clima, in particolare al rischio climatico. Entrambi gli standard includono nell'appendice B un elenco di rischi ed opportunità suddivisi per settore, fornendo anche relative metriche per gli operatori da considerare tra gli elementi facenti parte l'informativa finale. Entrambi i principi includono i seguenti argomenti di *disclosure*, in linea con l'approccio CSRD illustrato fino a questo momento:

- *Governance*: informazioni circa il controllo e i processi interni utilizzati per monitorare e gestire i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità o al clima.
- *Strategia*: informazioni circa la strategia utilizzata dai soggetti per far fronte ai rischi e alle opportunità legate alla sostenibilità e al clima, che potrebbero influenzare il modello di business o la strategia nel breve, medio e lungo periodo.

- Gestione del rischio: tema centrale, laddove sono fornite informazioni circa i processi previsti ed utilizzati dai soggetti per individuare, gestire e mitigare i rischi legati alla sostenibilità e al clima.
- Metriche ed obiettivi: focus sul sistema di *benchmarking* e monitoraggio delle performance e dei rischi legati alla sostenibilità e al clima.

Gli standard, come detto emanati nel giugno del 2023, trovano diretta applicazione dal 1° gennaio 2024, in linea con le disposizioni previste in sede CSRD. Benché ogni società privata o pubblica possa applicare i nuovi standards IFRS, l'ISSB non può imporre l'applicazione. Tali principi sono dunque adottabili dai soggetti nel mercato su base volontaria, e le varie autorità giurisdizionali possono decidere se richiederli o meno. Il fatto di non rendere obbligatorio uno strumento che in parte risolverebbe la poca uniformità ed equiparabilità dei dati forniti dagli operatori, trova probabilmente spiegazione nella mole di investimenti monetari ed organizzativi che un'impresa è costretta a mettere in piedi per assolvere all'obbligo. Questo in termini di processi, che annoverano la valutazione di materialità per capire le metriche realmente rilevanti per il business e la valutazione dei controlli interni utili a garantire una tracciabilità, la coerenza e la corretta documentazione dei processi per la revisione contabile. Successivamente le persone, che devono unirsi in un dialogo trasversale all'interno dell'impresa, si pensi ai *financial teams*, l'area sostenibilità e le *operations*, al fine di integrare le performance di sostenibilità su tutti i livelli. Non da meno, parlando di "persone", la definizione della *Governance* e delle responsabilità nelle gerarchie. Altro tema i dati, tutta l'attività di raccolta, la creazione di KPI rilevanti ed il collegamento con i dati finanziari, e delle *operations*. Ed infine la tecnologia, che comporta una revisione dell'attuale infrastruttura di *reporting*, e l'integrazione delle fonti in un'unica piattaforma per la loro gestione.

È comprensibile che un cambiamento di tale portata possa essere agevolmente assorbito da quegli operatori già strutturati e che presentano risorse sufficienti da impiegare, cosa invece non sempre riscontrabile per tutto quel tessuto produttivo che racchiude le medie imprese italiane ad esempio. Per riassumere, la CSRD propone e chiarisce quali siano le informazioni da fornire, mentre i nuovi principi IFRS ne illustrano le modalità di *reporting*, in un rapporto di mezzo a fine. Ora che le basi sono state gettate sia per ciò che concerne "cosa" comunicare, che il "come" comunicarlo, l'obiettivo principale per i *policy-makers* sarà quello di allargare il più possibile la platea dei destinatari, rendendo accessibili gli strumenti anche a chi, al momento, ne rimane escluso.

## PREAMBOLO ALLA SECONDA PARTE – L’Active Ownership

Il Principio 2 del PRI (*Principle for Responsible Investment*)<sup>19</sup> incoraggia i firmatari ad essere *active owners*, e ad incorporare le questioni ESG nelle loro pratiche e *policies* di gestione. L’azionariato attivo è considerato uno dei metodi più efficaci per la mitigazione dei rischi, la massimizzazione dei rendimenti e per un impatto positivo sulla società e sull’ambiente circostanti. La letteratura interpreta tale concetto come l’attivismo degli azionisti, definito come “azioni intraprese da tali soggetti con l’esplicito intento di influenzare le politiche e le pratiche delle società” (Goranova, Ryan 2014). Ricerche accademiche interne al PRI dimostrano il valore dell’azionariato attivo; se ben condotte, le attività di *engagement* portano ad una maggiore comunicazione, una migliore conoscenza, e a relazioni più forti ed integrate. Una buona partecipazione attiva richiede ricerca, definizione delle priorità, definizione degli obiettivi, un attento monitoraggio, coerenza, e capacità di ascolto. Il PRI afferma, inoltre, che la politica di investimento dovrebbe delineare l’approccio generale dell’*active ownership*, compreso l’allineamento con i principi di *stewardship*, gli *assets* coperti, gli obiettivi, la struttura organizzativa, e i conflitti di interesse. Il passo da fare per i fondi di PE è quello di monitorare regolarmente le società partecipate sulle questioni ESG che rappresentano rischi od opportunità per la performance finanziaria di lungo termine. Le fasi successive di un programma di *engagement* prevedono la definizione delle priorità (in base a quote detenute, mercati, settori, *benchmark* ESG, ecc.), lo sviluppo di obiettivi coerenti ed un monitoraggio dei risultati. È chiarito dal PRI, che gli ingredienti principali per un gruppo collaborativo sono: condivisione, coordinamento, chiarezza e potere. Se gli *assessments* iniziali non portano a risultati positivi gli investitori possono intraprendere delle strategie di *escalation* quali contattare il Consiglio di Amministrazione, rilasciare dichiarazioni pubbliche, ricorrere al voto in assemblea, presentare una risoluzione, tentare rimedi legali, ridurre l’esposizione o disinvestire. La *disclosure*, anche nell’ambito dell’*active ownership*, riveste un ruolo fondamentale. Essa deve presentare la strategia complessiva di *engagement*, della *due diligence* e dell’approccio di monitoraggio; chiarire la *Governance*, esplicitando quali sono gli impegni assunti, e la loro ripartizione; valutare i progressi e i risultati ottenuti rispetto agli iniziali obiettivi fissati; quando le informazioni non sono sensibili o riservate dovrà ricorrere anche al coinvolgimento con aziende

---

<sup>19</sup> <https://www.unpri.org/listed-equity/a-practical-guide-to-active-ownership-in-listed-equity/2717.article>

specifiche; dettagliare eventuali strategie di *escalation* adottate; e infine, dichiarare se le informazioni fornite sono state garantite da un Ente esterno. Anche in ambito di voto la *disclosure* dovrà rivelarsi di buona qualità, e ciò significa rendere conto anche sulle risoluzioni ESG, sul numero di voti espressi nelle assemblee generali, sulla percentuale dei favorevoli, astenuti o contrari, fornire delle motivazioni del voto contro il management, ed illustrare una panoramica sugli argomenti trattati lungo tutta la stagione di voto. Il PRI fornisce delle linee guida in argomento, riassunte nel documento “*A practical guide to active ownership in listed equity*”, allo scopo di fornire un supporto concreto agli operatori del mercato. A differenza delle società quotate, che spesso contano migliaia di azionisti, i gestori di PE lavorano al fianco del management per migliorare la gestione aziendale. Questa struttura di *Governance* porta a relazioni più strette tra management ed azionista, garantendo un impegno costante tra i due.

H. Carlsson (2003) dichiara che in Gran Bretagna e negli Stati Uniti la maggioranza delle società quotate sono possedute da investitori istituzionali, come i fondi pensione o le compagnie di assicurazione (ricordiamo che questi sono anche i principali investitori nel PE), ma che molto spesso recitano il ruolo di azionisti passivi, ossia preferiscono non essere coinvolti con il management nella gestione attiva della società in cui essi stessi investono, fino a quando non si presenta una crisi. Nel suo articolo di ricerca Carlsson spiega i punti fondamentali per trasformare un azionariato da passivo in attivo, sulla base dell'esperienza di Investor AB (Wallenberg family). I punti fondamentali che l'autore indica come utili al conseguimento di una *active ownership* sono: l'offerta di capitale di rischio, la ristrutturazione dell'azionariato, la scelta di *Executives* più adatti allo *status quo* della società, la ristrutturazione dell'industria, sacrificare gli obiettivi di breve periodo (compresi i rendimenti) per focalizzarsi su una creazione di valore di lungo periodo, ed iniziative per lo sviluppo del mercato.

L'*active ownership* significa proprio che il gestore di PE si impegna attivamente insieme al management aziendale per creare valore condiviso. Ciò può riguardare tutte le linee operative, dalla crescita della *topline*, all'efficienza, alla generazione di cassa, marketing, vendite, reportistica, risorse umane, e naturalmente fino alle politiche ESG. Molto spesso, anche dopo l'uscita del fondo al termine dell'investimento, la cultura aziendale dell'impegno nella creazione di valore e nella crescita rimane radicata all'interno dell'organizzazione, portando ad una continuità.

Questo preambolo è servito a chiarire che per attuare una *active ownership*, l'azionista deve mettere in campo misure strutturali che impattano lo *status quo* societario. Per fare ciò è opportuno che all'interno della compagine societaria esso presenti un peso relativo che permetta di guidare le scelte nella direzione più opportuna. L'analisi a seguire inverte l'assunzione, ossia prevede che le società siano quotate, laddove dunque il fondo di PE non detiene, in media, una quota maggioritaria di azioni. Se emergerà una relazione positiva tra la presenza del fondo e il *Governance* score (focus pillar), potremo affermare che l'attività di PE incide sulla *Governance* interna indipendentemente che il fondo sia *active owner*.

## PARTE SECONDA

### CAPITOLO QUINTO

#### 5.1 ANALISI EMPIRICA – LA GOVERNANCE E IL RUOLO DEL PRIVATE EQUITY

La *Governance*, intesa come terza colonna dell'acronimo ESG, riveste un ruolo di prim'ordine all'interno della vita societaria. Al suo interno si studiano le modalità con le quali l'impresa stessa è amministrata, quanto essa sia *compliant* agli obblighi che la riguardano, nonché va ad esaminare parte dei valori interni come l'etica e il comportamento sul mercato. Operare una buona *Governance* significa per l'impresa svolgere la propria attività prestando attenzione alla *compliance* normativa, ben consapevoli delle ricadute che questa può avere sugli aspetti della sostenibilità ambientale e sociale; essa equivale a rispettare *benchmark* e modalità di misurazione condivisi a livello internazionale e sui quali la performance si confronta con l'ambiente circostante; significa estendere i concetti di *Mission* e di *Vision* ben oltre al mero aspetto dell'economicità, integrandovi i temi legati alla sostenibilità, considerando sempre più gli *stakeholders*, e creando e condividendo un valore duraturo nel tempo. Tutto ciò per far emergere l'impegno dell'azienda nel rendere visibili e tangibili le attività poste in essere, mediante un processo di comunicazione che coinvolge tutti i portatori di interesse.

Dal sito MSCI, consultando l'*Industry Materiality Map*, è possibile ottenere una lista di *drivers* fondamentali per il pillar G nell'ESG, e ne troviamo:

- *Governance* (accezione generale extra-ESG): intesa come struttura interna, composta da organi di controllo, procedure, distribuzione dei compiti e delle responsabilità, ossia l'insieme di regole, processi, meccanismi e relazioni che disciplinano la gestione e la direzione di una società o di un ente.
- *Ownership & Control*: in questo segmento l'azienda è valutata nella sua struttura proprietaria, e il suo potenziale impatto nei diritti e negli interessi di tutti gli azionisti o di altri investitori.
- *Board*: valutata la capacità dei *boards* nel monitorare/supervisionare il management e la *Corporate Strategy*, proteggendo il valore degli investitori, e rappresentando di fatto l'interesse degli azionisti. In questa branca sono

considerabili anche tutti i principi di *gender diversity* che contraddistinguono soprattutto proprio la composizione dei *boards*.

- *Pay*: le aziende sono inoltre valutate sulla base delle politiche remunerative vigenti al loro interno, e tutti i sistemi di incentivazione coerenti con la strategia *Corporate*.
- *Accounting*: anche il ruolo della contabilità è contemplato. Qui si inseriscono la trasparenza, indipendenza ed efficacia delle attività di *Audit* e di *Financial Corporate Reporting*.
- *Business Ethics*: centrale anche la supervisione e gestione di questioni relative all'etica aziendale come frodi, cattiva condotta da parte del management, corruzione, riciclaggio di denaro, e violazioni dell'anti-trust. La presenza di precisi codici e corpi normativi, stilati dagli organi interni delegati, offre valore aggiunto in termini di punteggio G.
- *Tax Transparency*: attività fiscale, intesa come stima del cosiddetto *tax gap*, ossia il divario tra l'aliquota effettiva e quella stimata sul reddito di impresa. Oltre a questo si annovera la trasparenza nella rendicontazione dei ricavi, il coinvolgimento in controversie di natura fiscale, e la presenza di *Tax strategies*.

Queste colonne portanti presentate dall'MSCI sono in realtà condivise da tutti gli operatori nel panorama dei rating. Nell'attuazione dell'analisi e della regressione che saranno illustrate poco più avanti, si sono utilizzati gli *score Governance* del provider Bloomberg, che nei documenti illustrativi elenca i *drivers* considerati per la formulazione del punteggio. Si ritrovano *Gender & Age Diversity*, *Director Roles*, *Indipendence*, *Pay*, *Incentives Structure* e *Refreshment*, il tutto in linea con quanto descritto nelle righe sopra.

Nella *Governance* è chiaro, dunque, che risiedano fattori estremamente importanti in ambito aziendale, ed essa molto spesso tra i tre pillar ESG è quella più sottovalutata. La realtà dei fatti dimostra però che proprio da una *Governance* efficace ed efficiente discendano le migliori politiche aziendali, siano esse di carattere prettamente economico e di business, fino alle azioni a fini ESG. L'analisi che sarà effettuata, in virtù di quanto detto finora, sarà quella di verificare se l'attività di PE, intesa come presenza del fondo nella compagine sociale, apporti valore aggiunto in termini di punteggio *Governance*.

## 5.2 LITERATURE REVIEW

La *Governance* è uno strumento fondamentale per una buona performance ESG. La ricerca ha infatti constatato come una *Corporate Governance* forte, intesa come responsabilità, efficacia di governo, controllo sulla corruzione e la regolamentazione stimoli un forte impegno ESG (Al-Shaer et al. 2023). La *Corporate Governance*, sostengono gli autori, risulta essere sostitutiva alla *Governance* pubblica, entrambe atte ad incoraggiare le imprese ad impegnarsi in ambito ESG. Il pillar G, dunque, è un ottimo elemento per ottimizzare la performance di un'azienda nell'interesse degli azionisti, limitando i costi di agenzia (asimmetrie informative management / azionisti) e favorendo la sopravvivenza della società (Fama, Jensen 1983). Questa declinazione della *Governance*, come punto di forza nel rapporto tra azionista e management, risulta particolarmente interessante nell'ambito dell'attività di PE, laddove il socio azionista non è spesso *active-owner*, ma si occupa della scelta di un management di qualità per il perseguimento degli obiettivi economici (ma non solo) che il fondo si prefigge in ottica di futuro *exit*. In ragione di questo è condivisa l'opinione che proprio la *Governance* sia caratterizzata dall'insieme di strutture e regole utili a gestire il business e l'organizzazione societaria, nell'ottica di una creazione di valore a lungo termine per gli azionisti, tenendo conto degli interessi degli *stakeholders*. La *Governance* influenza anche la performance aziendale (Ponnu 2008; Giannarakis, Konteos, Sariannidis 2014) e questo in ottica di PE raccoglie ancor più interesse dato che, basandosi anche sulle interviste ai CEOs nel capitolo 3.2 del presente elaborato, la *value creation* risulta essere il *driver* fondamentale che spinge un fondo all'investimento in una società target. Logicamente ci si potrebbe dunque aspettare che la presenza di PE all'interno di una società ne migliori la performance di *Governance* (intesa come rating G in ambito ESG), proprio perché questa migliora indirettamente anche la performance finanziaria. O'Connell, Cramer (2010) contrastano l'opinione, in quanto dai risultati emersi dalla loro ricerca sembra che la dimensione dei Consigli di Amministrazione sia negativamente correlata con la performance societaria. La stessa fase di finanziamento per le imprese che mirano a raccogliere capitale privato può essere decisamente influenzata dalle politiche ESG interne. La ricerca non sembra evidenziare che gli imprenditori che intraprendono un percorso socialmente responsabile siano più attraenti per i fondi di PE, rispetto ad altri potenziali target (Crifo, Forget, Teyssier 2015). Tuttavia, gli stessi autori provano il fatto che coloro che non gestiscono adeguatamente le questioni ESG sono suscettibili di subire

un accesso limitato alle risorse PE, con conseguente costo del capitale più elevato, distruggendo valore e penalizzando gli azionisti in essere. Lo stesso articolo dimostra inoltre come in caso di performance ESG negative il prezzo dell'impresa crolli dell'11%, 10% e 15% rispettivamente se i *drivers* in questione afferiscono ad *Environmental*, *Social* o *Governance*. Da notare, che proprio nel caso "G" la diminuzione del valore è la più cospicua. Nel tempo sono state studiate anche le potenziali relazioni tra la presenza di fondi PE e il livello di *disclosure* ESG (ma non solo) che le imprese target presentano a seguito dell'investimento. Beuselinck, Deloof, Manigart (2008) sostengono che l'elevata divulgazione dovrebbe essere un effetto positivo del monitoraggio da parte dei fondi di PE e del miglioramento della *Governance* aziendale, anche se nel campione analizzato dal paper il 65% delle imprese risulta ancora poco divulgativo. Gli autori sostengono che l'attività di *disclosure* sia particolarmente utile nelle fasi di *exit* dei fondi, e il fatto che numerose imprese ancora non presentino soddisfacenti livelli di divulgazione potrebbe essere imputabile all'orizzonte temporale dell'investimento, o ad alternativi strumenti di uscita che il fondo in questione può avere a disposizione. Un altro risultato interessante del loro paper intitolato "*Private Equity Investments and Disclosure Policy*" è quello secondo cui vi è stato riscontrato un significativo aumento di *disclosure* a partire dall'anno di investimento PE, coerentemente con l'ipotesi che la presenza dell'investitore PE influisca positivamente sui livelli di divulgazione. Legato a questo, è stato inoltre dimostrato come la quota che il fondo stesso detiene nella società target sia positivamente correlata al livello di *disclosure*, ma limitatamente a quote di partecipazione elevate (società dove il fondo recita la parte dell'*active-owner*, dunque). L'impatto, quindi, che un fondo di PE causa nella struttura di *Governance* interna, influenza positivamente le decisioni di divulgazione intertemporale nelle imprese del campione analizzato (non quotate, per la precisione).

**Nota.** Il *Governance disclosure score* risulta strettamente e positivamente correlato con il *Governance score*, e questo è stato appurato nell'analisi che sarà presentata a seguire, ragion per cui si è deciso di eliminare dai regressori il punteggio *disclosure*, lasciando l'onere esplicativo a tutte le variabili di controllo scelte, di concerto con la *Key independent* di interesse.

La *Governance* all'interno delle *public companies* non è di facile attuazione in quanto, seppur la struttura a capitale diffuso consenta un'allocazione efficiente del rischio, non è

favorevole ad un efficace controllo sul management, con il rischio di attività di *free-riding* (Jensen, Meckling 1976; Fama, Jensen 1983; Hart 1995; Wright et al. 1995). Per ovviare al problema, il PE utilizza molto spesso un sistema di incentivi, che porta il management a detenere ad esempio cospicue quote di capitale, eliminando l'annoso problema dell'agenzia, nonché sensibilizzare gli attori ad un'attenta gestione d'impresa. Le imprese infatti coinvolte in LBO, spesso *public companies* che subiscono *delisting*, hanno una partecipazione manageriale significativamente più elevata rispetto alle partecipate PE quotate (Maupin 1987; Halpern, Kieschnick, Rotenberg 1999). Oltre a ciò, sempre in ambito di politica di incentivazione quale pilastro della *Governance*, gli stessi CEOs e *boards of directors* risultano detenere più quote in società private rispetto alle società pubbliche (Weir, Laing, Wright 2005). Un altro fattore, che va nella direzione opposta a quanto detto finora, è offerto da Seth, Easterwood (1993). Questi affermano che una caratteristica distintiva delle operazioni di LBO finanziate da PE è che gli operatori scelgono società target molto spesso multi-diversificate, che presentano business interni separati e dunque singolarmente vendibili, e questo molto spesso diventa sintomo di *Governance* debole. Sarebbe opportuno che la futura ricerca rispondesse a questo quesito, chiedendosi dunque se i fondi di PE scelgano imprese debolmente valorizzate da un punto di vista "pillar G" per poi, attraverso una sana gestione, svilupparne all'interno strutture migliori che vadano a massimizzare il valore in fase di *Due Diligence sell-side*. L'evidenza, finora, dimostra spesso che l'attività di PE migliora la *Governance* interna, ma questo risultato va temperato alle scelte dettate più dal business, come la riflessione di Seth, Easterwood (1993). L'attività di PE, contraddistinta per lo più da investimenti di breve termine, potrebbe contrastare con l'ottica di una sensibilità sostenibile, che comporta impegni nel lungo periodo (Peters, Mullen 2009). Infatti, è stato dimostrato come gli investitori istituzionali con focus su orizzonti temporali di breve termine possano trovare i costi dovuti ad impegni ESG non giustificati per il fine della loro attività (Jain, Jamali 2016). Benché sussistano numerosi studi sulla CSR nei mercati finanziari quotati, gli investitori di tipo PE sono stati studiati molto meno sotto questo punto di vista (Crifo, Forget 2013). Ciò detto è chiaro che gli investitori di PE aumentino il valore delle società target mediante interventi atti a migliorarne le pratiche di *Corporate Governance*, e con tali azioni aumentino sia le performance finanziarie che quelle relative ad ambiti ESG (Acharya et al. 2013). È stato appurato che il PE promuove maggiormente pratiche sostenibili in società non quotate in borsa (Crifo, Forget 2013), laddove la quota detenuta è logicamente più elevata, e ciò permette una maggior libertà decisionale nei

processi di gestione d'impresa. L'analisi empirica che segue, invece, manterrà il focus sulle società quotate europee, verificando se l'azione dei fondi in ambito ESG rimane sensibile anche in questa categoria di soggetti, andando di fatto a confermare quanto studiato dalla letteratura per le imprese non quotate. Le componenti per una valutazione corretta della performance di *Governance* sono state elencate nel paragrafo precedente, e tra di esse vi sono parametri come la *Tax strategy* e la *Pay policy*, che potrebbero differire nella valutazione da Paese a Paese nel mondo. Il pillar G è infatti direttamente correlato al contesto istituzionale in cui l'impresa opera, ragion per cui per ciò che concerne i Paesi poco sviluppati tale componente ESG risulta poco esplorata (Jamali, Lund-Thomsen, Jeppesen 2017; Amos 2018).

La letteratura esistente porta ad evidenziare un legame tra attività di PE e performance di *Corporate Governance*, soprattutto per ciò che concerne le imprese private, soggette a *Buy Out*, laddove il fondo può detenere quote che permettono una gestione attiva d'impresa. L'analisi seguente proverà a verificare se tali assunzioni sono possibili anche per le imprese quotate europee, nelle cui compagini sociali i fondi di PE detengono quote di minoranza, a volte anche limitate allo 0,\*. Il focus geografico sarà mantenuto sull'area europea, precisamente su società con sede legale negli Stati dell'Unione Europea, coerentemente con la trattazione precedente che ha proposto, tra gli altri, il tema della CSRD, ossia il testo normativo concepito come possibile strumento di miglioramento di *disclosure* per le società operanti nel territorio comunitario. Oltre a questo, l'analisi andrà nuovamente a verificare, dunque, se l'attività di PE riesce anche per grandi imprese quotate a contemperare obiettivi di lungo periodo, come gli *ESG goals*, con l'accrescimento del valore d'impresa nel breve periodo, fine ultimo di un fondo. L'impedimento più importante è sicuramente l'asimmetria temporale tra gli obiettivi (Sze'kely, Knirsch 2005), ma oltre a questo vi è da considerare la complessità nel misurare in modo esaustivo gli indicatori di performance sociale ed ambientale (Høgevold et al. 2015). A tale proposito, la futura ricerca dovrà focalizzare l'attenzione sull'effetto di standardizzazione dell'anzidetta CSRD, che nel momento in cui entrerà in vigore, per tutti i soggetti coinvolti, permetterà una più equa ed oggettiva comparazione tra le performance ESG delle varie società in analisi.

### 5.3 ANALISI EMPIRICA – REGRESSIONI OLS

Il campione utilizzato per l'analisi empirica si compone di 816 società, formato a sua volta da 134 società che presentano almeno un fondo di PE nella compagine sociale e 682 società senza tale componente. I dati sono stati estratti dal Database Bloomberg, partendo da una selezione di tutte le società quotate sui listini europei, per successivamente giungere alla composizione campionaria citata poc'anzi. Le attività di filtro che a mano a mano sono state effettuate per drenare l'iniziale campione composto da più di 8.000 società si sono basate sull'effettiva disponibilità dei dati, non presenti per tutte le società, soprattutto per la parte che concerne la performance ESG. La scelta delle variabili di controllo utili alla regressione si è basata sulla ricerca esistente, e in merito ne seguirà la descrizione.

Il modello concepito tenta di spiegare se la presenza del fondo di PE all'interno della compagine sociale risulta essere una variabile significativamente esplicativa del punteggio *Governance* ESG. La presenza del fondo è stata settata come una variabile *Dummy* binaria che assume valore "1" in presenza di fondi PE, e "0" in assenza di questi ultimi. Contestualmente, come successivo step, è stato impostato un modello di regressione PROBIT, laddove la variabile Y è limitata all'originaria *Key Independent* "presenza fondo", come detto la variabile binaria 0-1. Con quest'ultimo modello lo scopo è capire quali siano i parametri maggiormente significativi che contraddistinguono le "società tipo" laddove il fondo di PE risulta azionista, e che quindi restituisce le caratteristiche fondamentali di una società target di investimento.

Come detto, le variabili utilizzate si basano sulla letteratura esistente, e dunque sulle analisi di tale tipo già effettuate dalla ricerca:

Tabella 5: Variabili esplicative della regressione (tutti i dati estratti dal Database Bloomberg)

Variabile nel modello	Descrizione
Tobin's Q	Rapporto tra valore di mercato ed il suo costo di " <i>Asset Replacement</i> "
Debt – Capital Ratio	Rapporto espressione della struttura finanziaria della società

Revenue's growth	Crescita YoY, basata sull'ultimo dato disponibile dal Database Bloomberg
Logaritmo naturale del Total Asset	Total Asset come ultimo dato disponibile dal Database Bloomberg
ROE	Return on Equity
ROA	Return on Asset
Beta	Indice di rischiosità societaria rispetto all'andamento del mercato
Tax Strategy	<i>Dummy</i> binaria con valore 1 se presente una Tax Strategy
Women board percentage	Percentuale femminile nella composizione del Board
GRI Compliance	<i>Dummy</i> binaria con valore 1 se la società è compliant ai canoni GRI
Business Ethics Policy	<i>Dummy</i> binaria con valore 1 se presente una Policy di Business Ethics
Fondo di PE ( <i>Key Independent</i> )	<i>Dummy</i> binaria con valore 1 se nella compagine societaria è presente il PE
Fondo PE * ln(Total Asset)	Variabile prodotta ad-hoc ( <i>Dummy_size</i> )
Governance disclosure score (Bloomberg)	Score riguardo alla divulgazione in termini di <i>Governance</i>

Il rapporto Q di Tobin, benché criticato in letteratura, è stato utilizzato in numerosi papers di ricerca, in quanto attraverso il parametro è studiato l'impatto del rischio ESG e della flessibilità finanziaria sul valore dell'impresa. È stata comprovata una relazione positiva tra questo parametro e il valore d'impresa (Brown, Caylor 2006). Questo perché il rapporto è una misura che tiene in considerazione sia gli *asset* tangibili che quelli intangibili (Naseer et.al. 2023). La grandezza societaria, intesa come logaritmo naturale del Total Asset, ed il ROA, sono stati anch'essi considerati come variabili di controllo, già utilizzati in letteratura (L.H. Amato, C.H. Amato 2007; Baldini et al. 2018; Drempetic et al. 2020; Fernandez-Feijoo, Romero, Ruiz 2014; Su 2019; Wang, Juslin 2009). La crescita dei ricavi, come elemento chiave di imprese soggette ad investimenti di PE è stata

utilizzata anche nella ricerca effettuata da Iioka, Yuji Yamada (2023). Il Capital Ratio, inteso come misura di indebitamento societario, è stato utilizzato da Aabo, Giorici (2023), contestualmente alla *gender diversity*, nell'ambito della loro analisi. Anche il Beta è stato già considerato nella letteratura esistente come parametro per regressioni in ambito ESG, e lo testimoniano Alda (2020), e Gangi, Varrone (2018). Il GRI\_Compliance, la Business\_Ethics\_Policy e la Tax\_Strategy sono stati utilizzati come variabili di controllo perfettamente esplicanti la variabile dipendente *Governance Score* (vedasi a tale proposito l'elenco dei drivers fondamentali "G" MSCI – Paragrafo 5.1). Infine, anche il ROE risulta utilizzato in ambito di regressioni ESG, come nell'ambito della ricerca effettuata da Doshi et.al. (2024).

I due sottocampioni (società con fondo, società senza fondo) presentano le seguenti statistiche descrittive:

Figura 15: Statistiche descrittive "Società con fondo" (134)

PRESENZA FONDO					
	Media	Mediana	SQM	Min	Max
TobinsQ	1,593	1,240	1,083	0,6700	7,380
Revenues_growth_~	0,1286	0,02455	0,7517	-0,9475	7,552
Debtcapital_ratio	62,57	49,11	123,1	-372,0	790,7
LN_Total_asset	22,85	22,86	2,121	18,36	27,92
ROE	0,06053	0,09220	0,2230	-1,113	0,6028
ROA	0,02270	0,02615	0,06763	-0,2194	0,1916
Beta	0,8776	0,8800	0,3482	0,1700	2,490
ESG_Total_score	3,882	3,825	1,412	1,150	7,550
Gov_disc_score	0,9481	0,9550	0,06054	0,6600	1,000
Gov_score	5,960	6,020	1,153	3,080	8,520

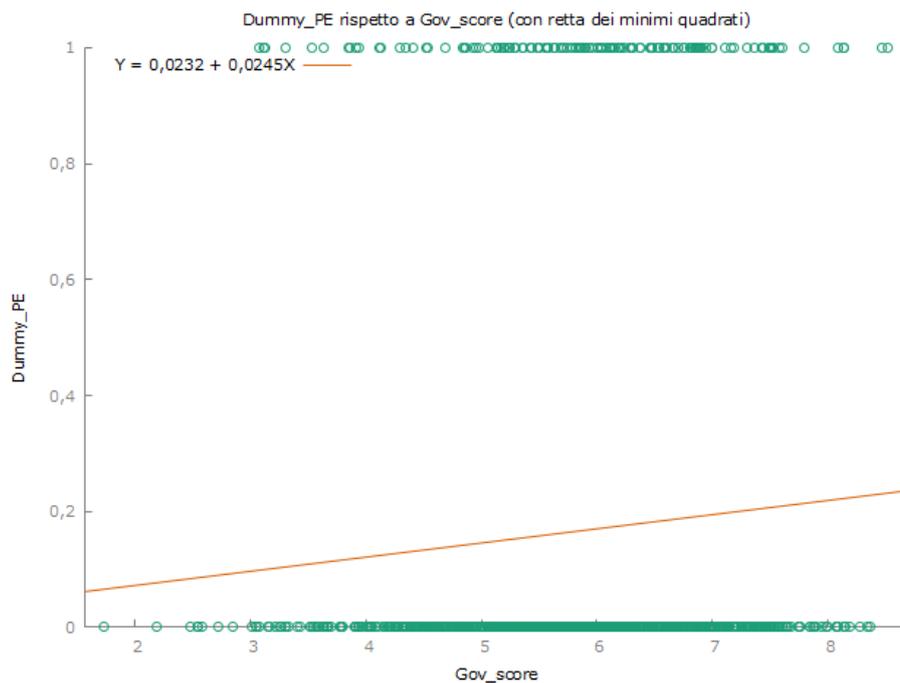
Figura 16: Statistiche descrittive "Società senza fondo" (682)

ASSENZA FONDO					
	Media	Mediana	SQM	Min	Max
TobinsQ	1,556	1,155	1,317	0,4700	14,99
Revenues_growth_~	0,04933	0,01365	0,3967	-0,8579	8,441
Debtcapital_ratio	68,99	37,00	236,4	-489,7	5198
LN_Total_asset	22,56	22,56	2,186	17,03	29,05
ROE	0,09020	0,1069	0,2092	-1,907	0,8927
ROA	0,03587	0,03400	0,07535	-0,9867	0,3494
Beta	0,8567	0,8600	0,2905	0,05000	2,770
ESG_Total_score	3,742	3,710	1,323	0,6900	7,710
Gov_disc_score	0,9443	0,9500	0,05521	0,7000	1,000
Gov_score	5,726	5,740	1,141	1,740	8,360

I dati campionari evidenziano un valore mediano del Gov\_score di 5,74 nelle società prive di PE all'interno, contro un 6,02 (valore massimo posto a 10) nelle società laddove i fondi sono presenti. Gli altri parametri sono paragonabili, con l'eccezione della crescita dei

ricavi (quasi raddoppiata in società con PE azionista) e il rapporto debito / capitale, in cui il primo campione presenta un valore superiore di quasi un terzo. Questa relazione positiva, che nelle statistiche emerge tra la presenza del fondo ed il punteggio ESG relativo al pillar *Governance*, è apprezzabile anche nella figura seguente, ossia un asse cartesiano che mette in relazione proprio queste due variabili.

Figura 17: Relazione Dummy PE con Gov\_score



Dall'immagine è possibile notare come la nuvola di punti che rappresenta la presenza del fondo nella compagine societaria sia spostata più a sinistra rispetto alla nuvola di punti sottostante (*Dummy 0*). Tale affermazione è inoltre confermata da una potenziale retta riassuntiva, che presenta un coefficiente angolare pari a 0,0245.

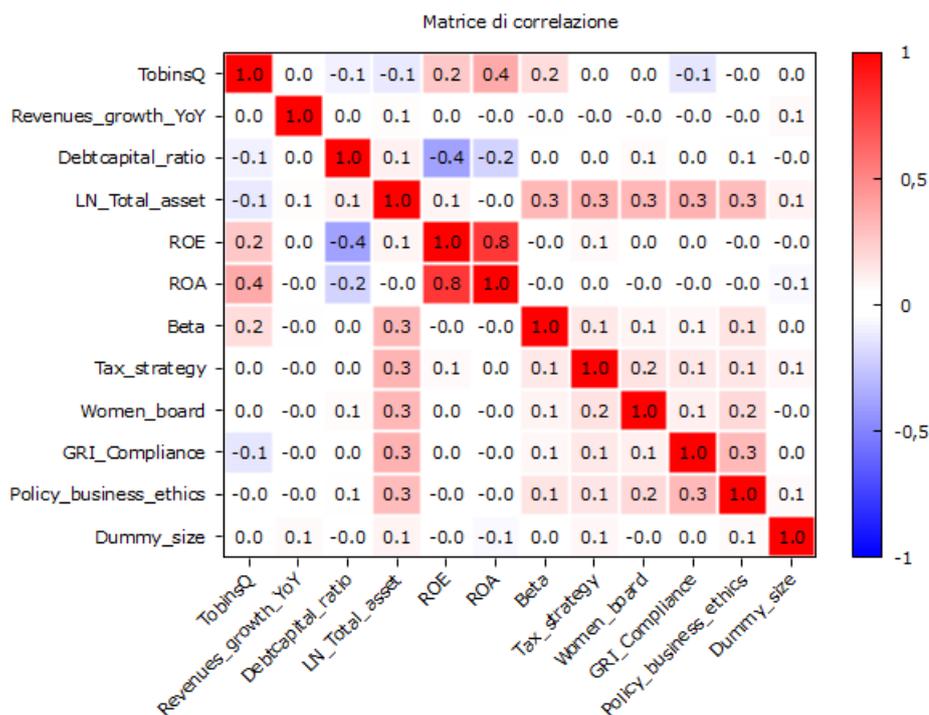
Per confermare o disattendere tali affermazioni è opportuno procedere con una regressione OLS, corredata dall'ipotesi a seguire:

$$Governance\ score = \alpha + \beta_1 Dummy\_size + \sum_{\beta=2}^n Control\ Variables + \varepsilon$$

**H1** = La presenza di un fondo PE ha un effetto positivo sullo score Governance

La matrice di correlazione fra le variabili utilizzate non ha evidenziato particolari criticità, con l'unico valore anomalo posto in area 0,8, espressione della correlazione tra i due indici di bilancio ROE e ROA. L'analisi di collinearità ha comportato invece la necessità di eliminare due variabili dal modello (non rientranti infatti nella matrice sottostante), al fine di evitare valori distorti dei parametri. È il caso del "Governance Disclosure Score", troppo legato alla variabile dipendente, e quindi con il rischio di  $R^2$  distorti e parametri delle variabili non rappresentativi. In secondo luogo, invece, la *Dummy* binaria 0-1, che presentava problemi di collinearità con la variabile creata ad-hoc *Dummy\_size*. La scelta di creare quest'ultima variabile discende dal fatto che le statistiche dimostrano come il *Governance score* sia positivamente correlato con la grandezza societaria, e questo è plausibile dato che imprese più grandi presentano in media strutture organizzative, *Boards* e *Policies* più sviluppati ed organici rispetto alle imprese di più piccola dimensione. Questo è sostanzialmente in linea con quanto dimostrato anche da Eng, Mak (2003) [a differenza del loro paper, in questo caso non si parla di Disclosure G, ma di score G]. La variabile permette, dunque, di scorporare l'effetto fondo dall'effetto grandezza societaria, permettendo di non confondere un più alto *score* di *Governance* come risultato della presenza del fondo rispetto al fatto che si stia parlando di imprese di grandi dimensioni.

Figura 18: Matrice di correlazione tra regressori



Una prima regressione OLS, che considera un minor numero di variabili, e che mantiene la variabile *Dummy* binaria 0-1, restituisce l'output a seguire, senza che vi siano problemi di collinearità.

Tutti i valori ad eccezione del GRI\_Compliance risultano significativi a livello 1%, mentre la presenza del fondo incide positivamente nel punteggio *Governance* ad un livello del 7%. L'effetto marginale maggiore è sicuramente imputabile al *Gender Diversity*, che addirittura presenta un valore di 2,13.

Figura 19: Prima regressione, minori regressori - effetto *Dummy* binaria

Modello 3: OLS, usando le osservazioni 1-816

Variabile dipendente: Gov\_score

Errori standard robusti rispetto all'eteroschedasticità, variante HC1

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value	
const	3,26544	0,426475	7,657	5,44e-014	***
Dummy_PE	0,182871	0,101215	1,807	0,0712	*
Tax_strategy	0,334342	0,0981291	3,407	0,0007	***
Women_board	2,13714	0,353114	6,052	2,18e-09	***
GRI_Compliance	0,0854447	0,0821070	1,041	0,2983	
Policy_business_~	0,368899	0,141878	2,600	0,0095	***
LN_Total_asset	0,0565760	0,0204254	2,770	0,0057	***
Media var. dipendente	5,764632	SQM var. dipendente	1,145907		
Somma quadr. residui	908,6706	E.S. della regressione	1,059812		
R-quadro	0,150917	R-quadro corretto	0,144619		
F(6, 809)	25,02009	P-value(F)	2,60e-27		
Log-verosimiglianza	-1201,742	Criterio di Akaike	2417,483		
Criterio di Schwarz	2450,414	Hannan-Quinn	2430,122		

Note: SQM = scarto quadratico medio; E.S. = errore standard

Note: \* significatività a livello 10%

\*\* significatività a livello 5%

\*\*\* significatività a livello 1%

Da questo primo step sembra che la presenza del fondo dunque apporti valore aggiunto in termini di *Governance* ESG. La regressione successiva, invece, restituisce parametri per tutte le variabili esplicative di controllo che sono state citate nella Tabella 4:

Figura 20: Seconda regressione OLS – Effetto Dummy\_size

Modello 10: OLS, usando le osservazioni 1-816

Variabile dipendente: Gov\_score

Errori standard robusti rispetto all'eteroschedasticità, variante HC1

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value	
const	3,30694	0,441234	7,495	1,76e-013	***
TobinsQ	0,0254682	0,0233414	1,091	0,2756	
Revenues_growth_~	-0,160180	0,0567778	-2,821	0,0049	***
Debtcapital_ratio	0,000200622	0,000151511	1,324	0,1858	
LN_Total_asset	0,0478387	0,0218490	2,190	0,0288	**
ROE	0,463726	0,325540	1,424	0,1547	
ROA	-1,07394	0,749181	-1,433	0,1521	
Beta	0,160275	0,139228	1,151	0,2500	
Tax_strategy	0,307342	0,0986702	3,115	0,0019	***
Women_board	2,08755	0,352021	5,930	4,49e-09	***
GRI_Compliance	0,0897098	0,0834139	1,075	0,2825	
Log-verosimiglianza	0,354323	0,140587	2,520	0,0119	**
Dummy_size	0,00910466	0,00428036	2,127	0,0337	**
Media var. dipendente	5,764632	SQM var. dipendente	1,145907		
Somma quadr. residui	898,8205	E.S. della regressione	1,057983		
R-quadro	0,160121	R-quadro corretto	0,147570		
F(12, 803)	14,02971	P-value(F)	9,70e-27		
Log-verosimiglianza	-1197,295	Criterio di Akaike	2420,590		
Criterio di Schwarz	2481,747	Hannan-Quinn	2444,061		

Note: SQM = scarto quadratico medio; E.S. = errore standard

Note: \* significatività a livello 10%

\*\* significatività a livello 5%

\*\*\* significatività a livello 1%

I risultati evidenziano tre parametri significativi al 5%, ed altri quattro significativi al livello dell'1% (compreso in essi il valore dell'intercetta). Anche la *Dummy\_size* ha un effetto positivo, benché minimo, e significativo, andando a confermare quanto emerso nell'analisi precedente, ma questa volta depurando l'effetto della grandezza societaria.

Il parametro espressione del livello di indebitamento, ossia il Debt-to-Capital Ratio, non risulta significativo per nessun livello fissato, non evidenziando dunque una relazione con la *Corporate Governance*. Questo risultato contrasta con Eng, Mak (2003), benché nel loro caso si fosse studiato il livello di *disclosure* G, come anticipato in precedenza. Un ROA non significativo trova coerenza con Baldini et al. (2018), ma anche nel loro caso la variabile di interesse non era il mero Gov\_score, bensì gli scores relativi alla disclosure ESG. Tuttavia, anche nel loro caso, non sembra che il *Return on Asset* incida sul punteggio. Si precisa, sulla base di quanto emerso dalla presente analisi delle variabili, che il livello di *disclosure* ed il punteggio G finale risultavano estremamente correlate, creando problematiche di collinearità (si rimanda ai test seguenti). Il punteggio G, infatti, si basa fortemente sulle informazioni in ambito che la società divulga al pubblico, rendendo quasi sovrapponibili le due variabili. Il ROE non significativo risulta coerente con Doshi et al. (2024). Nel loro caso, in cui hanno proposto una regressione OLS per

ogni pillar ESG *disclosure*, nel caso della *Governance* il p-value era massimo (73%). Risultava significativo solo per il fattore *Environmental*. La Tobin's Q non risulta significativa, non evidenziando alcun legame con la *Governance* per ciò che concerne il campione selezionato. Il risultato contrasta con Brown, Caylor 2006, che in tutte le regressioni effettuate ne evidenziano un effetto marginale. L'adozione degli Standard GRI non risulta avere effetti marginali significativi sul *Governance score*, a differenza dell'ESG score laddove l'effetto diventava significativo (la regressione di controllo effettuata non è stata proposta, in quanto non rientrante nei fini della trattazione). Anche questo risultato contrasta con la letteratura, dove sono state riscontrate delle relazioni positive tra l'adozione delle metodologie GRI (anche in tali casi quest'ultima calcolata come *Dummy* binaria) e la performance di *Governance* (Miloud 2024). Stesso risultato anche per Dremptic, Klein, Zwergel (2020). Con quest'ultima ricerca vi sono anche punti di accordo con la presente analisi. È stato riscontrato, infatti, un forte effetto positivo della dimensione societaria nei riguardi dell'ESG score, nonché valori non significativi per il coefficiente di indebitamento. Inoltre, gli autori hanno utilizzato il ROIC come misura di redditività, a differenza di ROA o ROE, ma il parametro nei tentativi di regressione si è rivelato più volte non significativo.

I punti di contatto con la ricerca esistente ci sono, così come i punti di contrasto. Sono stati considerati papers laddove la variabile dipendente era molto spesso l'ESG score, e non nel particolare il *Governance score*, sfruttando quella che è la relazione “*genus a species*” che sussiste tra le due variabili, che permette di integrare le analisi. Indagando la loro correlazione si giunge a:

Figura 21: Correlazione ESG Total score - Governance score

```
corr(Gov_score, ESG_Total_score) = 0,49892363  
Sotto l'ipotesi nulla di non correlazione:  
t(814) = 16,425, con p-value a due code 0,0000
```

Una correlazione del 50%, corredata da un *p-value* nullo, dimostra il forte rapporto che unisce i due parametri all'interno del campione, e che ha spinto alla consultazione di papers di ricerca che avessero come variabile di studio anche l'ESG Total score, al fine di definire quali fossero i regressori più opportuni.

Con questo elenco di variabili per la regressione è stato effettuato anche un regolare test di collinearità, che non restituisce particolari valori critici:

Figura 22: Test di collinearità delle variabili utilizzate

Fattori di Inflazione della Varianza (VIF)

Valore minimo possibile = 1.0

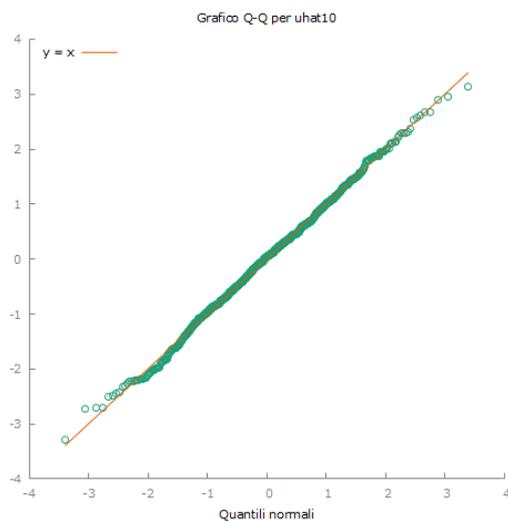
Valori oltre 10.0 indicano un problema di collinearità

TobinsQ	1,281
Revenues_growth_YoY	1,023
Debtcapital_ratio	1,288
LN_Total_asset	1,627
ROE	3,481
ROA	3,188
Beta	1,205
Tax_strategy	1,145
Women_board	1,138
GRI_Compliance	1,211
Policy_business_ethics	1,186
Dummy_size	1,024

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$ , dove  $R(j)$  è il coefficiente di correlazione multipla tra la variabile  $j$  e le altre variabili indipendenti

Il Q-Q plot dei residui si distribuisce uniformemente lungo la bisettrice, provando una distribuzione normale degli stessi. Ciò porta ad affermare che non vi siano problematiche di eteroschedasticità, con conseguente non necessità di adattare nuovamente il modello aggiungendo, o rimuovendo, ulteriori variabili.

Figura 23: Q-Q plot dei residui



Inoltre, come detto, il test di Breusch-Pagan non evidenzia problematiche, con l'ipotesi nulla di "assenza di eteroschedasticità" non rifiutabile, dato un p-value di 5,43%.

Figura 24: Output del test di Breusch-Pagan

Test di Breusch-Pagan per l'eteroschedasticità  
 OLS, usando le osservazioni 1-816  
 Variabile dipendente: uhat^2 scalata

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value	
const	2,17721	0,568496	3,830	0,0001	***
TobinsQ	-0,0791455	0,0427644	-1,851	0,0646	*
Revenues_growth_~	-0,0509858	0,103340	-0,4934	0,6219	
Debtcapital_ratio	3,64703e-05	0,000247769	0,1472	0,8830	
LN_Total_asset	-0,0200146	0,0283642	-0,7056	0,4806	
ROE	-0,122608	0,426760	-0,2873	0,7740	
ROA	0,909803	1,16411	0,7815	0,4347	
Beta	-0,231861	0,176798	-1,311	0,1901	
Tax_strategy	-0,157140	0,138904	-1,131	0,2583	
Women_board	-0,426947	0,423402	-1,008	0,3136	
GRI_Compliance	-0,114256	0,106763	-1,070	0,2849	
Policy_business_~	-0,213429	0,159982	-1,334	0,1826	
Dummy_size	0,00166474	0,00575530	0,2893	0,7725	

Somma dei quadrati spiegata = 41,477

Statistica test: LM = 20,738496,  
 con p-value = P(Chi-quadro(12) > 20,738496) = 0,054343

Note: \* significatività a livello 10%  
 \*\* significatività a livello 5%  
 \*\*\* significatività a livello 1%

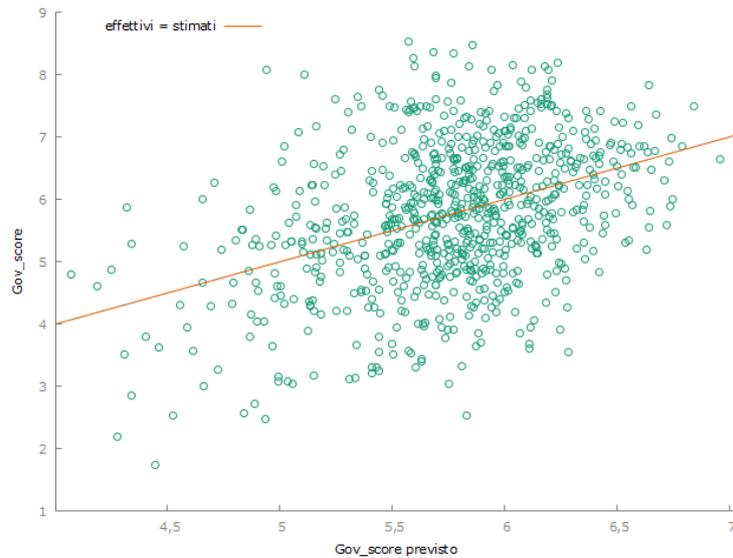
A riprova di ciò, l'asse cartesiano seguente mette in relazione i valori della variabile dipendente stimata ed osservata. Benché i residui siano distribuiti su una nuvola abbastanza sparsa, è apprezzabile comunque una relazione positiva, riassunta dalla retta. Lungo il grafico proposto non si evidenziano forti differenze nella loro varianza. Ciò che abbassa il *p-value* del test di Breusch-Pagan, illustrato poc'anzi, potrebbe essere la frequenza delle osservazioni, che sono molto numerose in corrispondenza di valori superiori a 5,5 della variabile prevista, rispetto alla parte più a sinistra. Eventuali *outliers* in quest'ultima zona possono dunque incidere di più sulla varianza dei residui stessi.

In ottemperanza al Q-Q Plot proposto si indica a seguire l'output del test sulla normalità dei residui, che non permette il rigetto dell'ipotesi nulla di "normalità":

Figura 25: Test sulla normalità dei residui della regressione

Test per la normalità dei residui -  
 Ipotesi nulla: L'errore è distribuito normalmente  
 Statistica test: Chi-quadro(2) = 0,161962  
 con p-value = 0,922211

Figura 26: Relazione valori stimati ed osservati - variabile Y



Per dare maggior robustezza al parametro `Dummy_size`, che va ad evidenziare l'effetto positivo del fondo PE all'interno dell'effetto marginale relativo alla grandezza societaria, è stato impostato un vincolo lineare che pone il parametro della variabile stessa pari a zero, e il risultato è il seguente:

Figura 27: Vincolo lineare su parametro `Dummy_size`

Vincolo:

$$b[\text{Dummy\_size}] = 0$$

Statistica test: F robusta(1, 803) = 4,52445, con p-value = 0,033718

Stime vincolate:

	coefficiente	errore std.	rapporto t	p-value	
const	3,27927	0,435837	7,524	1,42e-013	***
TobinsQ	0,0277701	0,0327818	0,8471	0,3972	
Revenues_growth_YoY	-0,150210	0,0791155	-1,899	0,0580	*
Debtcapital_ratio	0,000185587	0,000189903	0,9773	0,3287	
LN_Total_asset	0,0504617	0,0217185	2,323	0,0204	**
ROE	0,451690	0,327279	1,380	0,1679	
ROA	-1,13810	0,892348	-1,275	0,2025	
Beta	0,160470	0,135606	1,183	0,2370	
Tax_strategy	0,318671	0,106399	2,995	0,0028	***
Women_board	2,06392	0,324552	6,359	3,40e-010	***
GRI_Compliance	0,0911729	0,0818857	1,113	0,2659	
Policy_business_ethics	0,363618	0,122625	2,965	0,0031	***
Dummy_size	0,000000	0,000000	NA	NA	

Errore standard della regressione = 1,06013

Note: \* significatività a livello 10%

\*\* significatività a livello 5%

\*\*\* significatività a livello 1%

L'ipotesi nulla, che fissa il parametro pari a zero, risulta rigettabile ad un livello di significatività pari al 3,3%, facendo abbastanza tranquillamente escludere che il fondo non possa avere un effetto marginale sulla variabile Y, sempre nell'ambito della grandezza societaria.

## 5.4 REGRESSIONE PROBIT

Come ultimo step è stata effettuata una regressione di tipo PROBIT, laddove ora la *Dummy* binaria 0-1, espressione della presenza del fondo di PE, diventa ora variabile dipendente Y. Lo scopo è capire quali siano, tra tutte le variabili in gioco, quelle che contraddistinguono maggiormente le società che hanno al loro interno i fondi di PE in qualità di azionisti. A seguire il risultato:

Figura 28: Output regressione PROBIT

Modello 5: Probit, usando le osservazioni 1-816  
 Variabile dipendente: Dummy\_PE  
 Errori standard basati sull'Hessiana

	coefficiente	errore std.	z	p-value	
const	-2,05391	0,664086	-3,093	0,0020	***
TobinsQ	0,0422732	0,0451438	0,9364	0,3491	
Revenues_growth_~	0,157066	0,0949294	1,655	0,0980	*
Debtcapital_ratio	-0,000358890	0,000377853	-0,9498	0,3422	
LN_Total_asset	0,0231354	0,0317212	0,7293	0,4658	
ROE	-0,343461	0,441652	-0,7777	0,4368	
ROA	-0,739687	1,17791	-0,6280	0,5300	
Beta	-0,00129899	0,188390	-0,006895	0,9945	
Tax_strategy	0,166423	0,148304	1,122	0,2618	
Women_board	-0,651790	0,485694	-1,342	0,1796	
GRI_Compliance	0,0443807	0,123207	0,3602	0,7187	
Policy_business_~	0,198379	0,191152	1,038	0,2994	
ESG_Total_score	-0,0278027	0,0526545	-0,5280	0,5975	
Gov_score	0,112215	0,0567891	1,976	0,0482	**
Media var. dipendente	0,164216	SQM var. dipendente	0,370698		
R-quadro di McFadden	0,024470	R-quadro corretto	-0,013947		
Log-verosimiglianza	-355,5040	Criterio di Akaike	739,0081		
Criterio di Schwarz	804,8699	Hannan-Quinn	764,2855		

Note: SQM = scarto quadratico medio; E.S. = errore standard

Numero dei casi 'previsti correttamente' = 681 (83,5%)  
 f(beta'x) nella media delle variabili indipendenti = 0,242  
 Test del rapporto di verosimiglianza: Chi-quadro(13) = 17,8347 [0,1639]

Note: \* significatività a livello 10%  
 \*\* significatività a livello 5%  
 \*\*\* significatività a livello 1%

Le variabili che risultano significative, ed entrambe positive, sono la crescita dei ricavi YoY, ed il *Governance score*, andando quest'ultimo di fatto a confermare quanto

analizzato con le precedenti regressioni OLS (relazione positiva tra presenza del fondo PE nella compagine sociale ed il punteggio *Governance*). Il parametro risulta significativo al livello del 5%. La crescita dei ricavi invece, significativa al livello del 10%, è coerente con la filosofia di investimento, secondo cui i fondi investano in soggetti con elevato potenziale di crescita in modo tale da massimizzare il profitto al momento dell'*exit*.

## CONCLUSIONI

Lungo la tesi si è cercato di mettere in relazione i due concetti chiave della trattazione, ossia l'attività di PE e la *Corporate Governance*, vista come uno dei tre pillars nell'ambito ESG. Per i fondi, il periodo attuale risulta di profonda discontinuità rispetto al passato, essendo venuta meno una delle condizioni favorevoli principali in ambito di investimento: i tassi di interesse. L'attività, rilanciata da una fase post-pandemica estremamente positiva, ha subito un pesante rallentamento nell'ultimo periodo, proprio in virtù del cambiamento nelle condizioni macro. L'anno 2024 è partito, come anticipato nel primo capitolo, nel segno di risultati positivi, che farebbero presupporre ad un progressivo recupero. Lungo la trattazione si sono poi analizzati i principali assetti organizzativi e normativi che regolano l'attività del PE nel mondo, soffermandosi sulle due principali: il *Common Law*, e la concezione europea. Qui si sono introdotti i principali operatori e attori in gioco, come l'AMC, i *LPs*, i *GPs*, illustrando tutti i soggetti utili ad una comprensione più estesa dell'attività. È chiaro che il PE, in qualità di attività di investimento, vede come proprio obiettivo principale la realizzazione del profitto, nelle tempistiche e nelle modalità che ogni singola operazione comporta. A tale proposito si sono introdotti i concetti di IRR, e le tipologie principali di operazioni che contraddistinguono l'attività di PE. Quest'ultimo si è visto essere una modalità di investimento in azienda dagli scopi più vari: l'installazione dell'idea imprenditoriale e la crescita della prima organizzazione, il rilancio di un business dall'alto potenziale, il consolidamento di realtà mature, fino al recupero e alla ristrutturazione di realtà in dissesto. Solo da questi punti si comprende quanto l'attività di PE sia di fondamentale importanza per un tessuto produttivo e per la sua prosperità. Prosperità che viene alimentata anche dalla creazione di valore al termine dell'investimento laddove il fondo, mediante i vari strumenti di *exit* che ha a sua disposizione, monetizza l'operazione cedendo le quote a soggetti esterni. A questo riferimento il Capitolo 2 illustra le principali modalità di valutazione che i fondi adottano al fine di attribuire un valore alle società target. Questo processo è strutturato ovviamente sia in fase di *screening* ed investimento iniziali, che in fase di *exit*. Nella realtà dei fatti la prassi impone che i modelli presentati siano utilizzati in un mix che comunque comporta una fase di negoziazione utile alla definizione del prezzo di offerta. Non esiste, come ribadito più volte, un metodo di valutazione univoco che vesta perfettamente ogni operazione e fattispecie.

L'attività di PE presenta però, come visto, un problema ricorrente nella prassi, e su cui la letteratura ha già dibattuto, ossia il costo dell'agenzia. Il fondo, azionista di maggioranza o di minoranza, rischia di presentare asimmetrie informative con il management incaricato alla gestione della società, comportando contrasti che potrebbero ostacolare un'efficiente *ownership*. Da qui ecco che emerge il vero collante di tutta la trattazione, ossia la *Corporate Governance*, che nella fattispecie il fondo di PE mette in campo per equilibrare i poteri interni, e la coerenza dell'attività societaria con gli obiettivi. La *Governance*, risulta inoltre strettamente correlata anche con le prassi valutative citate poche righe sopra. La letteratura ha infatti dimostrato come una *Governance* forte aumenti anche le performance finanziarie, andando a migliorare i principali risultati di bilancio, diminuendo il costo del capitale, con il risultato di una più elevata valutazione.

La *Corporate Governance* è riassumibile, in un senso più ampio, nel terzo pillar ESG. Gli *stakeholders* hanno infatti aumentato nel tempo la loro sensibilità verso gli aspetti legati alla sostenibilità, che oltre al fattore ambientale e sociale vede appunto quello della *Governance*. In scia a questo trend, anche i fondi di PE hanno visto mutare le modalità di *screening* e di valutazione che a monte dell'investimento si rendono necessarie. Lungo la trattazione sono emersi infatti, dalle interviste agli operatori del mercato, i principali *drivers* che si tengono in considerazione nel momento in cui il fondo decide di investire, nonché in fase di contrattazione con la controparte. È appurato che nel corso degli ultimi 5 anni i fattori ESG si siano fatti sentire maggiormente, denotando una crescente importanza anche in questa attività. Tra gli altri fattori, ciò che permette ad operatori esterni di valutare la performance ESG delle società, è la sua *disclosure* in ambito. Il punto dolente è, come si è visto, la mancanza di uniformità e standardizzazione nella divulgazione, con conseguente difficoltà nel giudizio oggettivo. Offrire una *disclosure* completa in ambito di sostenibilità equivale a predisporre adeguate strutture interne di monitoraggio e rilevazione, con gradualmente investimenti atti al loro mantenimento, e in questo vi è il principale deterrente per le società, soprattutto per quel tessuto produttivo composto da piccole e medie imprese. A questo proposito l'Unione Europea ha proposto la "*Corporate Sustainability Reporting Directive*", che proprio dall'anno 2024 fissa dei parametri di *disclosure* utili alla standardizzazione predetta, e ad un conseguente giudizio più oggettivo in termini di performance. L'entrata in vigore graduale permetterà alle piccole e medie imprese (le ultime in fase di obbligo) di dotarsi nel frattempo di opportune strutture interne, al fine di farsi trovare pronte nel momento in cui il mercato richiederà

le informazioni ESG. La volontà di equiparare la *disclosure* di sostenibilità a quella finanziaria emerge anche dalla pubblicazione dei primi standard IFRS S1-S2, che regolano proprio la divulgazione ESG in generale (il primo), e quella specifica in tema di rischio climatico (il secondo).

Introducendo l'analisi empirica della tesi si parte dal presupposto secondo cui il fondo di PE è *Active Owner* nel momento in cui detiene una cospicua quota di capitale all'interno della società target. Se si pensa, ad esempio, alle operazioni di *Buy Out*, laddove molto spesso l'intero capitale è detenuto dal fondo, quest'ultimo opera in regime di "socio monopolista", prende le decisioni strategiche in piena libertà, recitando un ruolo attivo nella gestione del business. Ne rientrano anche le opportune scelte ESG, e di *Corporate Governance* utili alla gestione del rischio ESG, e alla prevenzione sui costi di agenzia. La domanda a cui vuole rispondere la tesi però è: "Cosa succede invece in quelle società quotate in cui il fondo detiene quote minoritarie, e dunque non gode di piena autonomia in assemblea?"

L'analisi empirica, in una prima regressione, evidenzia una relazione positiva tra la presenza del PE all'interno della compagine sociale. È emerso inoltre, coerentemente con la letteratura, che le società più strutturate (con parametro di riferimento il Total Asset) siano più performanti in termini di *G-score*, ma questo dovuto al fatto che prevedono al loro interno già di default organi, processi e procedure che ne aumentano il punteggio. Anche considerando questo fattore sembra che, sulla base del campione estratto, all'interno dell'effetto marginale dovuto alla grandezza societaria vi sia un minimo effetto positivo di 0,009 comportato dalla presenza del fondo. Tale affermazione risulta forte e coerente, soprattutto se considerato che le società in questione sono quotate, con fondi che vi partecipano con quote marginali, sicuramente di minoranza. L'effetto positivo sul *Governance score* sembrano inoltre apportarlo, come detto, la grandezza societaria, la presenza di una *Tax Strategy* (componente fondamentale, e spesso sottovalutata della *Corporate Governance*), l'incidenza delle donne nel *board* (con l'effetto marginale più cospicuo tra tutte le variabili), e la presenza di un *Ethics Business Code*. Non sembra avere un effetto significativo invece il *Compliance* al GRI nella *disclosure* delle informazioni (contrariamente alla letteratura esistente, ma nella prassi non si misura come variabile dipendente il *G-score*, ma l'*ESG score* nella sua interezza).

Un effetto negativo sul punteggio *Governance* sembra invece averlo la crescita dei ricavi, *proxy* anche della crescita societaria. Una delle ipotesi concepite è quella secondo cui siano le imprese più piccole ad avere la crescita nei ricavi più cospicua, o comunque non in quei business consolidati che le imprese mature presentano. Tuttavia, benché negativo, il valore è di -0,16 (poco incidente). Tornando all'effetto marginale del fondo, settando un vincolo lineare che ne azzeri il parametro, i numeri permettono di escludere l'ipotesi nulla, e pertanto è possibile affermare con relativa sicurezza che la presenza di PE aumenti il punteggio *Governance*, seppur in misura minima. Le valutazioni e le conclusioni su questo risultato sono comunque sempre da rapportare al fatto che il campione si compone di fondi di minoranza, in cui è possibile escludere l'*active ownership*.

Su questa linea, come ultimo step, anche la regressione PROBIT conferma la relazione positiva tra PE e *Governance score*, indicando come significative solo due variabili: Il *Governance score* appunto, e la crescita dei ricavi. Questo fa concludere che i fondi di PE, nel campione selezionato, sono presenti in media in società che presentano tassi di crescita dei ricavi maggiori, e con punteggi di *Governance* più elevati (pienamente concordante con le statistiche descrittive dei sottocampioni apportate). Quest'ultima regressione ha inoltre restituito come non significativo il parametro della grandezza societaria, facendo escludere dunque che i fondi di PE siano presenti in media in società più grandi.

L'analisi presenta sicuramente dei limiti, che il lettore deve tenere in considerazione:

- I *Governance score* si basano molto sui livelli di *disclosure*, e dunque a questa direttamente correlati. Imprese che divulgano il minimo imposto per Legge (in quanto quotate) presenteranno punteggi minori rispetto ad imprese che investono in sistemi di monitoraggio e rilevazione che forniscono dati nel continuo al pubblico. L'ingresso della CSRD e dei IFRS S1-S2 (seppur questi ultimi non obbligatori) potrebbero sopperire alle divergenze.
- I punteggi ESG, ivi compreso il *Governance score* è un valore statico, fotografia di una performance su un lasso di tempo di riferimento. L'analisi non ha tenuto in considerazione il momento in cui il fondo è divenuto azionista, e se dunque tale momento sia lontano nel tempo rispetto all'associazione del rating, oppure immediatamente passato, con evidenti conseguenze sull'effetto marginale della variabile *Dummy* binaria.

La ricerca futura, da questo punto di partenza, potrebbe focalizzarsi su:

- Verificare se l'effetto marginale positivo dimostrato nell'analisi sia proporzionale alla quota detenuta dal fondo. Nel reperire i dati dal Database Bloomberg non è stato possibile risalire anche a questo dettaglio.
- Legato al primo punto vi è l'aspetto del tempo, considerabile come ulteriore variabile esplicativa per il *Governance score*. Sarebbe possibile capire in questo modo se il trascorrere del tempo abbia un effetto significativo, e se dunque l'impatto positivo della presenza del fondo abbia una relazione con la durata dell'investimento.
- Una volta che la CSRD sarà entrata in vigore, e dunque anche le imprese non quotate saranno tenute alla divulgazione minima in ambito ESG, sarà possibile verificare l'effetto del fondo anche in questo tipo di società. In caso di assenza di un rating potrebbe essere presa in considerazione un'analisi proprio dei report pubblicati (che nel post-Direttiva saranno auspicabilmente equiparabili). L'occasione sarebbe propizia, inoltre, per giudicare quelle realtà laddove il fondo detiene la maggioranza delle quote (numerose nelle non quotate, si pensi alle operazioni di *Buy Out*) e dove dunque questo opera in qualità di *active owner*.

## BIBLIOGRAFIA

- Aabo T.; Iasmina G.C. (2023). "Do female CEOs matter for ESG scores?". *Global Finance Journal*, Vol. 56.
- Acharya V.V.; Gottschlag O.F.; Hahn M.; Kehoe C. (2013). "Corporate governance and value creation: evidence from private equity". *Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 2, pp. 368-402.
- Alda M. (2020). "ESG fund scores in UK SRI and conventional pension funds: Are the ESG concerns of the SRI niche affecting the conventional mainstream?". *Finance Research Letters*, Vol. 36.
- Al-Shaer H.; Uyar A.; Kuzey C.; Karaman A. (2023). "Do shareholders punish or reward excessive CSR engagement? Moderating effect of cash flow and firm growth". *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, Vol. 88(C).
- Amato L.H.; Amato C.H. (2007). "The Effects of Firm Size and Industry on Corporate Giving". *Journal of Business Ethics*, Vol. 72, pp. 229–241.
- Ammann M.; Oesch D.; Schmid M.M. (2011). "Corporate governance and firm value: International evidence". *Journal of Empirical Finance*, Vol. 18, Issue 1, pp. 36-55.
- Amos G.J. (2018). "Researching corporate social responsibility in developing-countries context: a systematic review of the literature". *International Journal of Law and Management*, Vol. 60, No. 2, pp. 284-310.
- Bae K.H.; El Ghouli S.; Guedhami O.; Kwok, Kwok C.Y.; Zheng Y. (2019). "Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions". *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 100(C), pp. 135-150.
- Baldini M.; Maso L.D.; Liberatore G.; Mazzi F.; Terzani S. (2018). "Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure". *Journal of Business Ethics*, Vol. 150, pp. 79–98.
- Beuselinck C.; Deloof M.; Manigart S. (2008). "Private Equity Investments and Disclosure Policy". *European Accounting Review*, Vol. 17, No. 4.
- Bienz C.; Thorburn K.S.; Walz U. (2023). "Fund ownership, wealth, and risk-taking: Evidence on private equity managers". *Journal of Financial Intermediation*, Elsevier, Vol. 54(C).
- Botosan, C.A. (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital". *The Accounting Review*, Vol. 72 (3), pp. 323–349.

- Brown L.D.; Caylor M.L. (2006). "Corporate governance and firm valuation". *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, Issue 4, pp. 409-434.
- Campello M. (2003). "Capital structure and product markets interactions: Evidence from business cycles". *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 353-378.
- Campello M. (2006). "Debt Financing: Does It Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 135-172.
- Carlsson, R.H. (2003). "The benefits of active ownership". *Corporate Governance*, Vol. 3, No. 2, pp. 6-31.
- Ciciretti R.; Dalo A.; Dam L. (2023). "The contributions of betas versus characteristics to the ESG premium". *Journal of Empirical Finance*, Vol. 71, pp. 104-124.
- Crawford V.P., Sobel J. (1982). "Strategic Information Transmission". *Econometrica*, Vol. 50, No. 6, pp. 1431-1451.
- Cremers K.J.M.; Nair V.B. (2005). "Governance Mechanisms and Equity Prices". *The Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 2859-2894.
- Crifo P.; Forget V.D. (2013). "Think global, invest responsible: why the private equity industry goes green". *Journal of Business Ethics*, Vol. 116, No. 1, pp. 21-48.
- Crifo P.; Forget V.D.; Teyssier S. (2015). "The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors". *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, Vol. 30(C), pp. 168-194.
- Cumming D.J.; Khan M.Z.; Khan N.U.; Zafir U.K. (2024). "Size Matters: Unpacking the Relationship Between Institutional Investor Size and Private Equity Asset Allocation Within Diverse Institutional Contexts". *Journal of International Financial Markets, Institutional and Money*, Vol. 92.
- Damodaran A. (2006). "*Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*". A cura di Minozzi S.; Bufalari F.; Consolandi C. Maggioli Editore.
- De Meyst, K.; Cardinaels E.; Van den Abbeele A. (2023). "CSR disclosures in buyer-seller markets: The impact of assurance of CSR disclosures and incentives for CSR investments". *Accounting, Organizations and Society*.
- Deng X., Kang J.K.; Sin Low B. (2013). "Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers". *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, Issue 1, pp. 87-109.

- Doshi M.; Jain R.; Sharma D.; Mukherjee D.; Kumar K. (2024). “Does ownership influence ESG disclosure scores?”. *Research in International Business and Finance*, Vol. 67, Part A.
- Drempetic S.; Klein C; Zwergel B. (2020). “The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review”. *Journal of Business Ethics*, Vol. 167, pp. 333–360.
- Duncombe S.; Park M.; Tarsalewska M.; Trojanowski G. (2023). “ESG Positioning in Private Infrastructure Fundraising”. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 90.
- Egorov A. (2023). “ESG as an innovative tool to improve the efficiency and financial stability of financial organizations”. *Procedia Computer Science*, Vol. 221, pp. 705-709.
- Eng L.; Mak Y. (2003). “Corporate Governance and Voluntary Disclosure”. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, pp. 325-345.
- Eng L.L.; Fikru M.; Vichitsarawong T. (2022). "Comparing the informativeness of sustainability disclosures versus ESG disclosure ratings". *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 13, No. 2, pp. 494-518.
- Equita (2022). “Financial Sponsors’ Activity Monitor Update 9M2022”.
- Ertugrul M.; Hegde S. (2009). “Corporate Governance Ratings and Firm Performance”. *Financial Management*, Vol. 38, pp. 139-160.
- Fama E.F.; Jensen M.C. (1983). “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301- 325.
- Fatemi A.; Glaum M.; Kaiser S. (2018). “ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure”. *Global Finance Journal*, Vol. 38, pp. 45-64.
- Feng H.; Rao R.P. (2022). "The positive externalities of leveraged buyouts". *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 135(C).
- Fernandez-Feijoo B.; Romero S.; Ruiz S. (2014). “Effect of Stakeholders’ Pressure on Transparency of Sustainability Reports within the GRI Framework”. *Journal of Business Ethics*, Vol. 122, pp. 53–63.
- Financial Institutions; United Nations (2004). “*Who cares wins - Connecting Financial Markets to a Changing World*”, Washington, D.C.: World Bank Group.
- Fonseka M.; Richardson G. (2023). "The effect of mandatory corporate social responsibility disclosure and performance on firms’ dividend decisions: Evidence from China". *Economic Modelling*, Elsevier, Vol. 120(C).

- Forum per la finanza sostenibile; AIFI (2015). “*Private equity sostenibile, Una guida per gli operatori del mercato italiano*”, Grafiche ATA.
- Gangi F.; Varrone N. (2018). “Screening activities by socially responsible funds: A matter of agency?”. *Journal of Cleaner Production*, Vol. 197, pp. 842-855.
- Gervasoni A.; Sattin F.L. (2020). “*Private Equity e Venture Capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*”, Guerini Next srl.
- Giannarakis G.; Konteos G.; Sariannidis N. (2014). “Financial, governance and environmental determinants of corporate social responsible disclosure”. *Management Decision*, Vol. 52, No. 10, pp. 1928-1951.
- Gompers P.; Gornall W.; Kaplan S.N.; Strebulaev I.A. (2021). “Venture Capitalists and COVID-19”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 56, No. 7, pp. 2474-2499.
- Gompers P.; Ishii J.; Metrick A.; (2003). “Corporate governance and equity prices”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107–155.
- Gompers P.; Kaplan S.N.; Mukharlyamov V. (2016). “What do private equity firms say they do?”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 121, Issue 3, pp. 449-476.
- Gompers P.; Kaplan S.N.; Mukharlyamov V. (2022). “Private equity and Covid-19”. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 51.
- Goranova M.; Ryan L.V. (2014). “Shareholder activism: A multidisciplinary review”. *Journal of Management*, Vol. 40, pp. 1230–1268.
- Halpern P.; Kieschnick R.; Rotenberg W. (1999). "On the Heterogeneity of Leveraged Going Private Transactions". *The Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, Vol. 12, No. 2, pp. 281-309.
- Hart O. (1995). “Corporate Governance: Some Theory and Implications”. *The Economic Journal*, Vol. 105, pp. 678-698.
- He Y.; Tang S.; Wang L.; Wang S.; Yu T. (2024). “Private equity market development, state ownership, and firm innovation: Evidence from China”. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 91, pp. 958-985.
- Høgevold N.; Svensson G.; Klopper H.; Wagner B.; Valera J.; Padin C.; Ferro C.; Petzer D. (2015). “A triple bottom line construct and reasons for implementing sustainable business practices in companies and their networks”. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 15, No. 4, pp. 427-443.
- Iioka Y.; Yamada Y. (2023). “The evolution of capital structure and debt governance: Evidence from private equity-backed companies in Japan”. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 79.

- Ilhan E.; Krueger P.; Sautner Z.; Starks L.T. (2023). "Climate Risk Disclosure and Institutional Investors". *The Review of Financial Studies*, Vol. 36, Issue 7, pp. 2617–2650.
- Jain T.; Jamali D. (2016). "Looking inside the black box: the effect of corporate governance on corporate social responsibility". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, No. 3, pp. 253-273.
- Jamali D.; Lund-Thomsen P.; Jeppesen S. (2017). "SMEs and CSR in developing countries". *Business & Society*, Vol. 56, No. 1, pp. 11-22.
- Jenkinson T.; Morkoetter S.; Schori T.; Wetzler T. (2022). "Buy low, sell high? Do private equity fund managers have market timing abilities?". *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, Vol. 138(C).
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, pp. 305-360.
- Kasbar M.S.H.; Tsitsianis N.; Triantafylli A.; Haslam C. (2022). "An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance". *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 24, No. 2, pp. 235-259.
- Khan M.A.; Kabir M.; Maraghini M.P.; Biancone P.; Valentinuz G. (2024). "Valuation effect of ESG and its impact on capital structure: Evidence from Europe". *International Review of Economics & Finance*, Vol. 91, pp. 19-35.
- Larcker D.; Richardson S.; Tuna I. (2007). "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance". *The Accounting Review*, Vol. 82.
- Lerner J.; Mao J.; Schoar A.; Zhang N.R. (2022). "Investing outside the box: Evidence from alternative vehicles in private equity". *Journal of Financial Economics*, Vol. 143, Issue 1, pp. 359-380.
- Liang W.; Wang Y.; Hou L. (2023). "Does private equity investment influence enterprise innovation strategy?". *Finance Research Letters*, Vol. 58, Part D.
- Lyon T.P.; Maxwell J.W. (2011). "Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit". *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 20, pp. 3-41.
- Maksimovic V.; Titman S. (1991). "Financial Policy and Reputation for Product Quality". *The Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, Vol. 4, No. 1, pages 175-200.
- Matanova N.; Steigner T.; Sutton N.; Thompson L. (2022). "The influence of private equity and venture capital on the post-IPO performance of newly-public acquirers,". *The North American Journal of Economics and Finance*, Elsevier, Vol. 59(C).

- Matsa D.A. (2011). “Running on empty? Financial leverage and product quality in the supermarket industry”. *American Economic Journal: Microeconomics*, Vol. 3, pp. 137-173.
- Maupin R.J. (1987). “Financial and stock market variables as predictors of management buyouts”. *Strategic Management Journal*, Vol. 8, pp. 319-327.
- Miloud T. (2024): “Corporate governance and CSR disclosure: Evidence from French listed companies”. *Global Finance Journal*, Vol. 59.
- Naseer M.M.; Khan M.A.; Bagh T.; Guo Y. (2023). “Firm climate change risk and financial flexibility: Drivers of ESG performance and firm value”. *Borsa Istanbul Review*, Vol. 24, Issue 1, pp. 106-117.
- Nikoskelainen E.; Wright M. (2007). “The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts”. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, Issue 4, pp. 511-537.
- O’Connell V.; Cramer N. (2010). “The Relationship between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland”. *European Management Journal*, Vol. 28, pp. 387-399.
- Opler T.C.; Titman S. (1994). “Financial Distress and Corporate Performance”. *The Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1015-1040.
- Peters R.; Mullen M. (2009). “Some evidence of the cumulative effects of corporate social responsibility on financial performance”. *Journal of Global Business Issues*, Vol. 3, No. 1, pp. 1-14.
- Ponnu C. (2008). “Corporate governance structures and the performance of Malaysian public listed companies”. *International Review of Business Research Papers March*, Vol. 4, pp. 217-230.
- Renneboog L.; Ter Horst J.; Zhang C. (2008). “Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior”. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, Issue 9, pp. 1723-1742.
- Sengupta P. (1998). “Corporate disclosure and the cost of debt.”. *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, pp. 459– 474.
- Seth A.; Easterwood J. (1993). “Strategic redirection in large management buyouts: The evidence from post-buyout restructuring activity”. *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 251-273.
- Siddiqui F.; Yu Sheng K.; Tajeddini K. (2023). “The role of corporate governance and reputation in the disclosure of corporate social responsibility and firm performance”. *Heliyon*, Vol. 9, Issue 5.

- Su K. (2019). “Does religion benefit corporate social responsibility (CSR)? Evidence from China”. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 26, pp. 1206–1221.
- Sze’kely, F.; Knirsch, M. (2005). “Responsible leadership and corporate social responsibility: metrics for sustainable performance”. *European Management Journal*, Vol. 23, No. 6, pp. 628-647.
- Teixeira Latini E.; Rubens Fontes-Filho J.; Chambers E.L. (2014). "Private equity and corporate governance: managing Brazilian SMEs". *Corporate Governance*, Vol. 14, No. 2, pp. 220-237.
- Vera-Muñoz S.C. (2023). “CSR disclosures in buyer-seller markets: Research design issues, greenwashing and regulatory implications, and directions for future research”. *Accounting, Organizations and Society*.
- Vu T.N.; Junttila J.P.; Lehkonen H. (2024). "ESG news and long-run stock returns,". *Finance Research Letters*, Elsevier, Vol. 60(C).
- Wang L.; Juslin, H. (2009). “The Impact of Chinese Culture on Corporate Social Responsibility: The Harmony Approach”. *Journal of Business Ethics*, Vol. 88 (Suppl 3), pp. 433–451.
- Weir C.; Laing D.; Wright M. (2005). "Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK". *Journal of Business Finance & Accounting*, Wiley Blackwell, Vol. 32, No. 5-6, pp. 909-943.
- Wright M.; Thompson S.; Robbie K.; Wong P.; (1995). “Management Buy-Outs in the short and long term”. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, pp. 461-482.
- Yang S. (2022). “Are private equity and venture capital helping small and medium-sized enterprises during the COVID-19 pandemic? Evidence from China”. *Economic Analysis and Policy*, Vol. 76, pp. 1-14.
- Zhang Q.; Ding R.; Chen D.; Zhang X.X. (2023). “The Effects of Mandatory ESG Disclosure on Price Discovery Efficiency Around the World”. *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, Vol. 89(C).

## SITOGRAFIA

- <https://bebeez.it/dati-settore-in-italia/i-multipli-di-valutazione-dei-deal-di-private-equity-tornano-ai-livelli-del-2018-grazie-anche-al-crescente-supporto-finanziario-degli-operatori-di-direct-lending-report-di-equita/>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/wealth-management/moic-private-equity/>
- <https://ecovadis.com/it/glossary/sustainability-reporting/>
- <https://esgnews.it/investitori-istituzionali/private-equity/pwc-il-private-equity-in-italia-e-indirizzato-verso-i-temi-esg/>
- <https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/sustainability-related-disclosures-in-the-financial-services-sector.html>
- <https://finanza.lastampa.it/News/2022/04/14/atlantia-ufficializzata-lopa-edizione-blackstone-offerti-23-euro/M18yMDIyLTA0LTE0X1RMQg>
- <https://finanza.lastampa.it/News/2021/10/20/falck-renewables-maggioranza-ceduta-a-fondo-iif-seguira-opa-obbligatoria/MTNfMjAyMS0xMC0yMF9UTEI>
- <https://fundspeople.com/it/aifi-lassenza-di-mega-deal-fa-crollare-gli-investimenti-nel-i-semestre-71/#:~:text=Gli%20investimenti%20di%20private%20equity,i%2010%2C9%20miliardi>
- <https://investiresponsabilmente.it/cose/>
- <https://kpmg.com/it/it/home/insights/2023/10/kpmg-ceo-outlook-2023.html#esg>
- <https://www.assolombarda.it/servizi/credito-finanza-e-incentivi/informazioni/comunicazione-sulla-sostenibilita-nuove-regole>
- <https://www.bain.com/globalassets/about/2023-global-pe-report---roadshow-deck.pdf>
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/costo-medio-ponderato139.htm>
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/valutazione-aziendale-134.htm>
- <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Private-Equity>
- <https://www.debevoise.com/insights/publications/2023/09/csrd-impact-on-private-equity>
- <https://www.esg-view.com/>
- <https://www.investeurope.eu/>

- [https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/11/02/informativa-sostenibilita-  
ifrs-efrag-confronto](https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/11/02/informativa-sostenibilita-<br/>ifrs-efrag-confronto)
- <https://www.lcalex.it/reporting-di-sostenibilita-entra-in-vigore-la-direttiva-csr/>
- <https://www.morningstar.it/it/news/215558/i-costi-nel-private-equity.aspx>
- <https://www.msci.com/>
- <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-industry-materiality-map>
- [https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/publications/private-equity-and-  
the-responsible-investment-survey.html](https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/publications/private-equity-and-<br/>the-responsible-investment-survey.html)
- [https://www.riskcompliance.it/news/csr-direttiva-sul-bilancio-di-  
sostenibilita/](https://www.riskcompliance.it/news/csr-direttiva-sul-bilancio-di-<br/>sostenibilita/)
- [https://www.we-wealth.com/news/intelligenza-artificiale-generativa-come-  
investire-nel-2024](https://www.we-wealth.com/news/intelligenza-artificiale-generativa-come-<br/>investire-nel-2024)
- [https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/issb-new-sustainability-  
standards](https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/issb-new-sustainability-<br/>standards)