



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"PRIVATE EQUITY E INVESTIMENTI RESPONSABILI"**

**RELATORE:**

**CH.MA PROF.SSA PILONATO SILVIA**

**LAUREANDA: EMANUELA VISENTIN**

**MATRICOLA N. 1088946**

**ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017**



# Indice

<b>Introduzione</b>	<b>4</b>
<b>Capitolo 1 Il binomio Private Equity e Investimenti Responsabili</b>	<b>6</b>
1.1. Private Equity	6
1.1.1 Definizione e caratteristiche del Private Equity	6
1.1.2 Struttura dei fondi di Private Equity	8
1.1.3 Il Mercato del Private Equity	10
1.2. Gli Investimenti Responsabili	11
1.2.1 Definizione e caratteristiche degli Investimenti Responsabili	11
1.2.2 Excursus della letteratura sull'SRI	13
1.3. L'integrazione del SRI nel Private Equity	14
1.3.1 Caratteristiche e motivazione dell'inserimento del SRI nel Private Equity	15
<b>Capitolo 2 Standard, selezione, valutazione e comunicazione degli investimenti SRI nel Private Equity</b>	<b>17</b>
2.1. Principles of Responsible Investment	17
2.2. Fattori da considerare per l'implementazione di un approccio SRI	22
2.3. Fase di pre-investimento	23
2.3.1 Strategie di screening SRI	23
2.3.2 ESG due diligence	26
2.4. La trasparenza delle attività e la comunicazione agli stakeholder	28
<b>Capitolo 3 Un caso italiano: Ambienta SGR</b>	<b>31</b>
3.1. Ambienta SGR	31
3.2. Ambienta Responsible Investment Policy	33
3.3. L'approccio agli investimenti responsabili	34
<b>Conclusione</b>	<b>36</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>38</b>

## Introduzione

Negli ultimi anni è stato possibile vedere lo sviluppo di strumenti alternativi all'apporto tradizionale di capitale finanziario, tra questi, il private equity ha registrato una continua crescita, soprattutto dagli anni dopo la crisi economica e finanziaria del 2008. L'espansione del settore è dimostrata dalla crescita percentuale media che si è stimata essere pari al 6,8% nel periodo 2010-2015 (McKinsey&Company 2017). Il fattore chiave del successo del private equity è rappresentato dal fatto che non vengono apportati solo mezzi finanziari, ma anche competenze e relazioni professionali degli operatori che contribuiscono allo sviluppo dell'azienda supportandone la governace e la gestione strategica (Fidanza 2010). È opportuno sottolineare che l'intervento del private equity nelle aziende avviene sulla base della valutazione della potenzialità di progetti in particolari fasi di criticità dell'attività; principalmente nella fase di avvio, di crescita dimensionale e di ricambio generazionale. La crescita e l'importanza del private equity è stata riconosciuta anche dagli investitori istituzionali, infatti nel 2016 il 57% ha investito capitale in private equity (Preqin 2017). Per questo, gli investitori istituzionali hanno cominciato ad esercitare una pressione nei gestori dei fondi per introdurre all'interno delle proprie politiche di investimento l'attenzione per i temi ambientali, sociali e di buon governo. Questo è in linea con l'andamento del mercato finanziario globale; infatti, secondo il rapporto di Global Sustainable Investment Alliance (2016), il 26% percento degli investitori mondiali opera attraverso investimenti socialmente responsabili. Inoltre, se ci focalizziamo al mercato europeo, gli investimenti socialmente responsabili costituiscono il 52,6% degli investimenti (Eurosif 2016). Questa differenza è determinata dai diversi contesti culturali, normativi ed economici; in particolare sono le economie più sviluppate a dimostrare una più alta concentrazione di investimenti responsabili (Dal Maso, Fiorentini 2013). Crifo e Forget (2013), infatti, tra le caratteristiche e le motivazioni dell'inserimento degli investimenti responsabili nel private equity ipotizzano la composizione e la provenienza geografica degli investitori, oltre che i benefici derivanti dalla riduzione delle asimmetrie informative durante l'investimento e la creazione di valore per la società.

L'obiettivo di questo elaborato è quello di approfondire l'argomento dell'integrazione degli investimenti responsabili all'interno del settore del private equity, in particolare, analizzare come i fondi di private equity effettuano le attività di selezione e valutazione degli investimenti considerando le dimensioni ambientale, sociale e di buon governo e vedere come vengono comunicate queste informazioni ai propri stakeholder (O'Connor 2015, Diouf e Borial 2017).

L'elaborato si suddivide in tre capitoli. Nella prima parte del primo capitolo vengono approfondite le caratteristiche del private equity e la struttura dei fondi, inoltre viene analizzato il mercato del private equity a livello europeo e a livello italiano. Nella seconda parte, invece, si esaminano gli investimenti responsabili, enunciandone le caratteristiche ed effettuando un excursus della letteratura che tratta questo argomento. Infine, nella terza parte vengono definite le caratteristiche e le motivazioni dell'integrazione degli investimenti responsabili all'interno del settore del private equity. Per quanto riguarda il secondo capitolo, nella prima parte si esamina la principale iniziativa effettuata per cercare di standardizzare il mondo dell'investimento responsabile, ovvero quella dei Principi per gli Investimenti Responsabili. Nella seconda parte si prendono in esame i fattori da considerare per l'implementazione di un approccio di investimenti socialmente responsabili. Nella terza parte vengono approfondite le attività di selezione e valutazione in termini ambientali, sociali e di buon governo dei potenziali investimenti, analizzandone i metodi di screening e l'ESG due diligence. Nell'ultima parte del secondo capitolo, viene esaminata la trasparenza delle attività e la comunicazione agli stakeholder. Nel terzo capitolo si approfondisce un caso di eccellenza italiana per il settore del private equity con strategia ambientale, ovvero la società Ambienta SGR, analizzandone in particolare la policy per gli investimenti responsabili.

# Capitolo 1 Il binomio Private Equity e Investimenti Responsabili

L'obiettivo di questo capitolo è quello di arrivare ad indagare l'integrazione degli Investimenti Responsabili nel settore del private equity. La prima parte è dedicata ad un approfondimento del fenomeno del private equity, la seconda parte alla considerazione degli Investimenti Responsabili e nella terza parte si analizzano, in particolare, le motivazioni e le caratteristiche dell'integrazione degli investimenti responsabili nel private equity.

## 1.1 Private Equity

Per approfondire il fenomeno del private equity, si è deciso di cominciare indagandone la definizione e le caratteristiche. In seguito si è rivolta l'attenzione alla struttura dei fondi di private equity e infine all'analisi del mercato del private equity a livello globale, europeo e italiano.

### 1.1.1. Definizione e caratteristiche del Private Equity

L'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI)<sup>1</sup> definisce il private equity (PE) come l'"attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine"<sup>2</sup>(Lanfranchi 2016, p.6). La definizione fornisce evidenza i caratteri principali dell'investimento di private equity, ovvero l'ingresso nel capitale di un'impresa non quotata ad alto potenziale in prospettiva di un elevato ritorno atteso, un orizzonte temporale dell'operazione limitato e l'obiettivo della valorizzazione della redditività aziendale attraverso il finanziamento di progetti di crescita apportando non solo capitale ma anche altre risorse, soprattutto competenze.

Per descrivere le caratteristiche del PE, spesso, si fa riferimento alla teoria dell'agenzia (Diamond 1984): infatti l'imprenditore (agent) e l'investitore (principal) interagiscono in un contesto di conflitto di interesse. In questa interazione si presentano sia asimmetrie pre-contrattuali (Adverse

---

<sup>1</sup> L'AIFI è un'associazione a cui prendono parte fondi e società che effettuano investimenti nel capitale di rischio, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con l'obiettivo di realizzare un piano di sviluppo delle aziende partecipate. L'Associazione è stata costituita nel maggio 1986 al fine di sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano dell'investimento in capitale di rischio.

<sup>2</sup> La definizione di private equity data dall'AIFI è inserita nella Delibera del Consiglio Direttivo del 22 luglio 2004.

Selection) che post-contrattuali (Moral Hazard). In particolare, i problemi di Adverse Selection sono costituiti dalle informazioni private conosciute solo all'interno dell'azienda, invece quelli del Moral Hazard derivano dal fatto che non è possibile osservare tutti i comportamenti (Kaplan, Strömberg 2001). Attraverso studi empirici Kaplan e Strömberg (2001) hanno confermato l'utilizzo delle vie suggerite dalla teoria per attenuare il conflitto di interessi. In particolare, le soluzioni attuabili possono essere (Granturco, Miele 2011):

- l'attivazione di procedure di screening e di valutazione dei progetti;
- la previsione di clausole contrattuali che incentivino l'agente ad un comportamento virtuoso;
- la definizione di modalità di fruizione dei diritti di intervento e dei flussi finanziari;
- l'effettuazione di controlli periodici, sia in sede di esecuzione che di completamento del progetto.

Quando ci si riferisce al termine PE si includono sia operazioni di venture capital che di buyouts (Crifo, Forget 2013). L'attività di venture capital, solitamente, è rivolta all'investimento in giovani imprese presenti in settori innovativi o tecnologici, nella quale gli operatori entrano come shareholder di minoranza (Morrell, Clark 2010). Mentre, le operazioni di buyout hanno come target imprese più grandi in settori già maturi, nelle quali, tipicamente, gli operatori di private equity acquistano la maggioranza del controllo (Morrell, Clark 2010). Un'ulteriore differenza tra venture capital e buyout è rappresentata dalla durata dell'investimento e dalla relativa liquidità. I fondi di buyout generalmente detengono in portafoglio asset con un arco temporale più breve rispetto a quelli di venture capital (Morrell, Clark 2010).

Per quanto riguarda la creazione di valore del private equity alcuni lavori nella letteratura ne criticano l'impatto economico, affermando che l'intervento non genera valore ma è utilizzato come un mero trasferimento di ricchezza (De Fontenay 2013). Inoltre viene sottolineato (De Fontenay 2013) come la riduzione dei costi nel private equity sia dovuta alla diminuzione dei costi fissi, in particolare tramite una minore occupazione rispetto a quella di società comparabili. In risposta a queste critiche la letteratura più recente sostiene come, al contrario, l'impatto del private equity sia significativamente positivo in termini economici e finanziari per le aziende nel portafoglio di fondi di private equity (Teti, Casillo 2013). Inoltre, per quanto riguarda l'occupazione si afferma che questa non varia significativamente da quella delle società benchmark e nei casi in cui dopo l'inizio del processo sia diminuita l'occupazione si verifica successivamente un aumento con tassi maggiori rispetto ai benchmark definiti (Teti, Casillo 2013). Infine, si è evidenziato un miglioramento della performance delle società nel periodo successivo al processo di sviluppo svolto dal private equity (Teti, Casillo 2013).

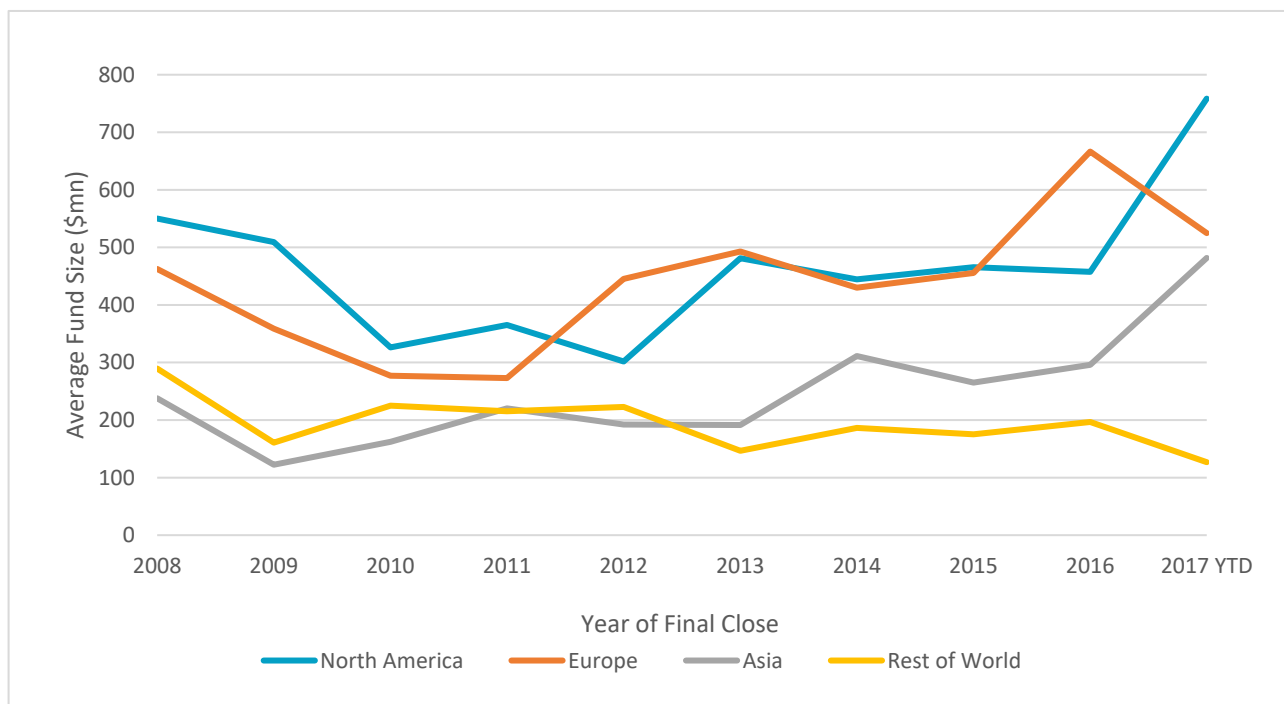
### 1.1.2. Struttura dei fondi di Private Equity

Il fondo di PE si pone come intermediario finanziario tra gli investitori, “Limited Partners” e le società investite. In particolare, i Limited Partners, tipicamente, sono rappresentati da investitori professionali, come fondi comuni di investimento aperti o chiusi, fondi pensione, banche e società di assicurazione (Kaplan, Strömberg 2009). Il fondo di PE può essere assimilato ad una società in accomandita, nella quale i Limited Partners rappresentano i soci a responsabilità limitata, mentre i General Partners i soci a responsabilità illimitata. I Limited Partners apportano capitale, ma non sono impegnati né nella gestione del fondo né nell’impresa in cui il fondo investe (Crifo, Forget 2013). Gli investitori sono tenuti a conferire il capitale quando richiesto dal fondo e per un valore totale corrispondente al capitale gestito (Crifo, Forget 2013). Invece, i General Partners si occupano di organizzare e gestire le attività nelle tre fasi del fondo: investimento, monitoraggio e disinvestimento. Inoltre i General Partners apportano competenze manageriali e finanziarie nelle società investite (Fidanza 2010), infatti acquisendo un ruolo importante nella governance delle partecipate e un contatto diretto con il management, influenzano la gestione delle imprese finanziate che così possono beneficiare delle risorse, delle competenze e delle conoscenze che possiede l’operatore di private equity.

I fondi di PE hanno visto una significativa riduzione della loro dimensione media dopo la crisi finanziaria del 2008. In seguito, negli anni successivi al 2010, i fondi hanno invertito il trend negativo e hanno iniziato un trend positivo arrivando ad una dimensione media superiore a quella del 2008 come mostra la figura 1.



Figura 1 Dimensione media dei fondi di Private Equity dal 2008 a maggio del 2017



Fonte: Preqin Private Equity Online (2017b)

Per quanto riguarda le operazioni nel capitale di rischio, una classificazione<sup>3</sup> è stata proposta da AIFI (b) sulla base delle diverse esigenze delle imprese. In particolare, si distingue tra:

- finanziamento dell'avvio dell'impresa;
- finanziamento dello sviluppo dell'attività;
- finanziamento del cambiamento.

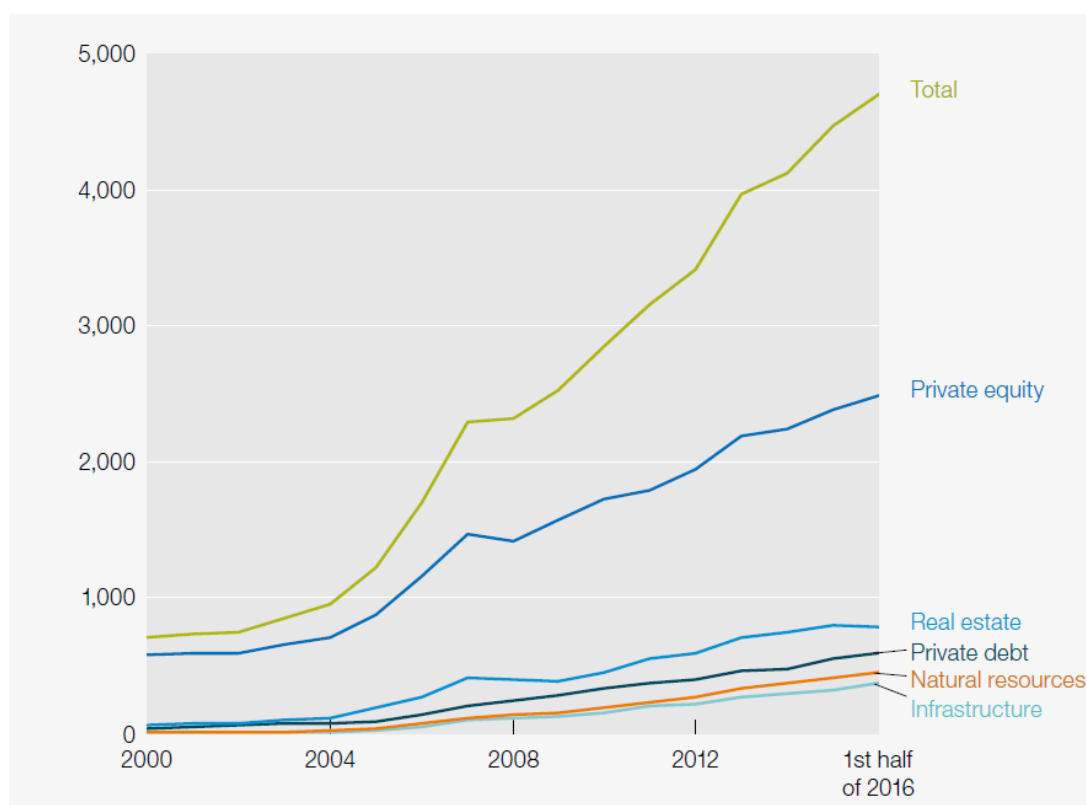
Nel finanziamento dell'avvio sono ricondotti gli investimenti effettuati con l'obiettivo di supportare la nascita di una nuova iniziativa imprenditoriale. La seconda categoria si riferisce al finanziamento delle problematiche legate allo sviluppo dell'azienda. In particolare, progetti per l'aumento o la diversificazione diretta della capacità produttiva, l'acquisizione di altre aziende o rami d'azienda, oppure l'integrazione con altre imprese. Il finanziamento del cambiamento è finalizzato al supporto dei processi di cambiamento all'interno dell'impresa (AIFI b).

<sup>3</sup> Nella letteratura sono presenti diverse classificazioni delle operazioni di investimento, in questo documento si è scelto di considerare la classificazione proposta da AIFI.

### 1.1.3. Il Mercato del Private Equity

Il mercato del private equity sta vivendo dal 2008 un ciclo continuo di espansione a livello globale (McKinsey&Company 2017). Nella figura 2 si può osservare l'espansione crescente del patrimonio gestito dal private equity rispetto al totale del patrimonio gestito dal mercato privato, in particolare, solo nel primo semestre del 2016, il mercato del private equity globale ha visto \$2.49 trilioni di asset sotto controllo. Il continuo sviluppo del settore del private equity è sottolineato dal tasso annuale di crescita composto, che è risultato nel periodo 2010-2015 pari al 6.8% (McKinsey&Company 2017). Un altro dato che sottolinea la crescita di questo settore è il fatto che il 57% degli investitori istituzionali alloca capitale nel private equity (Preqin 2017a). Inoltre, se da una parte per il quarto anno consecutivo la raccolta di fondi ha superato i \$300 bilioni annui, dall'altra si nota una tendenza di concentrazione del capitale in alcuni fondi (Preqin 2017a) e quindi l'aumento della dimensione media dei fondi, come si è sottolineato nel paragrafo precedente.

Figura 2: patrimonio gestito nel mercato privato nel periodo 2000 – primo semestre 2016, in \$ bilioni



Fonte:McKinsey&Company (2017)

A livello europeo, per il 2016 si è stimata una raccolta di €73,8 bilioni, più alto valore raggiunto dal 2008, con un incremento del 38% rispetto all'anno precedente (Invest Europe 2017). Gli operatori che hanno effettuato attività di raccolta sono stati quasi 400, il 9% in meno dell'anno precedente (Invest Europe 2017). Per il capitale investito, il valore è rimasto stabile rispetto al 2016 a €52,5

bilioni, di cui circa un terzo rappresenta investimenti transfrontalieri (Invest Europe 2017). Invest Europe (2017) stima che l'83 % degli investimenti siano stati effettuati in piccole medie imprese. Per quanto riguarda il disinvestimento, sono stati compiuti circa 3500 disinvestimenti per un valore totale di €38,5 bilioni, in linea con la media annuale dal 2012 (Invest Europe 2017).

A livello italiano, la raccolta<sup>4</sup> nel mercato del private equity è stata pari a €1.313 milioni, il 47% in meno rispetto all'anno precedente (AIFI 2017). AIFI (2017) giustifica la minore raccolta in quanto alcuni grandi fondi nel 2015 hanno terminato la raccolta per la stipula del contratto di investimento. Inoltre nel rapporto AIFI (2017) viene esaminata la distribuzione della provenienza dei capitali raccolti, i risultati mostrano che il 63% del capitale apportato nei fondi italiani è di origine domestica, valore in netta prevalenza rispetto ai capitali apportati dall'estero. Questo, secondo la mia opinione, evidenzia la difficoltà dell'Italia di attrarre investitori stranieri, sia per quanto riguarda le società di private equity che per le aziende in generale. Gli operatori che hanno raccolto nuovo capitale sono stati 16 nel 2016, come l'anno precedente (AIFI 2017). Per quanto riguarda l'investimento, nel 2016 si è registrato il valore più elevato degli ultimi anni, infatti sono stati investiti €8.191 milioni (il 77% in più rispetto all'anno precedente) (AIFI 2017). AIFI (2017) sottolinea la crescita della dimensione dei contratti, in quanto, su 322 operazioni totali, 17 operazioni, appartenenti alla fascia dei medio-grandi contratti, rappresentano il 74% del mercato. Il 70% degli investimenti nel 2016 è stato effettuato in operazioni di buyout (AIFI 2017). Per i disinvestimenti si attesta un valore, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni, pari a €3.656 milioni (il 26% in più rispetto all'anno precedente) (AIFI 2017).

## 1.2 Gli investimenti Responsabili

In relazione all'approfondimento del tema degli Investimenti Responsabili, è riportata una descrizione delle caratteristiche e un excursus della letteratura al riguardo.

### 1.2.1 Definizione e caratteristiche degli investimenti Responsabili

Il campo degli investimenti responsabili è caratterizzato da un continuo dibattito e dalla mancanza del consenso per una definizione esatta (Sparkes, Cowton 2004). Il Forum per la Finanza

---

<sup>4</sup> Nel computo della raccolta del mercato italiano AIFI non tiene conto dei fondi paneuropei o mondiali, in quanto questi non hanno disposto una formale suddivisione della raccolta per paese.

Sostenibile<sup>5</sup> (2013, p.1) definisce l'Investimento Socialmente Responsabile come “una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che nella valutazione di imprese e istituzioni integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso”. In primo luogo, questa definizione evidenzia la caratteristica principale degli investimenti responsabili, ovvero l'incorporazione sistematica di parametri extra-finanziari all'interno delle decisioni di investimento. Questi parametri generalmente fanno riferimento ad aspetti ambientali, sociali e di governance (Environmental, Social and Governance ESG) (Renneboog, Ter Horst & Zhang 2008). In particolare, la dimensione ambientale include l'inquinamento e la contaminazione dell'ambiente, la conformità a leggi e regolamenti, l'eco-efficienza, la gestione dei rifiuti e i cambiamenti climatici (Auer, Schuhmacher 2016). La dimensione sociale include il trattamento dei lavoratori, le condizioni di lavoro, la salute e la sicurezza, i diritti umani, la catena di approvvigionamento e il trattamento dei clienti e delle comunità (Auer, Schuhmacher 2016). Infine, quella del buon governo include la gestione degli aspetti sociali e ambientali e l'area dell'anti corruzione, dell'etica professionale e della trasparenza (Auer, Schuhmacher 2016). In secondo luogo, un'altra caratteristica fondamentale degli investimenti responsabili è quella dell'orizzonte temporale (Forum per la Finanza Sostenibile 2013), infatti, l'approccio dell'investitore in questa tipologia di investimento è sia quello di vedere realizzati i propri obiettivi finanziari nel lungo periodo, che quello di sentirsi parte del processo di cambiamento.

Gli investimenti socialmente responsabili adottano principalmente due approcci (Crifo, Forget 2013), i quali si differenziano dagli investimenti tradizionali per l'inserimento di criteri non-finanziari nel processo di selezione (Sparkes, Cowton 2004). Il primo consiste nell'utilizzo di criteri di esclusione (negative screening) o di criteri di inclusione (positive screening) quando viene costruito il portafoglio. Il secondo sottolinea il coinvolgimento e l'attivismo degli azionisti, infatti il diritto di voto degli azionisti è sfruttato per incentivare la Corporate Social Responsibility (CSR) nella società. La CSR rappresenta la volontaria integrazione dei temi sociali e ambientali nelle attività dell'azienda e nella relazione con gli stakeholder (Witkowska 2016). Witkowska (2016) indica alcune delle caratteristiche fondamentali della CSR evidenziandone la volontarietà, l'orientamento agli stakeholders, l'integrazione della responsabilità economica, sociale e ambientale all'interno dei processi aziendali. Infine, Witkowska (2016) riporta che anche la Commissione

---

<sup>5</sup> Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione senza scopo di lucro nata nel 2001. Prendono parte all'organizzazione diversi stakeholder, tra cui: operatori del mondo finanziario e soggetti interessati agli effetti ambientali e sociali determinati dall'attività finanziaria. La missione del Forum è quella di promuovere l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nelle politiche e nei processi di investimento.

europea, all'interno della strategia Europa 2020, ha sottolineato l'importanza della CSR, indicandola come responsabilità dell'impresa per l'impatto che ha nella società. Questa definizione accentua l'impatto dell'attività in tutte le sfere della vita sociale e il conseguente bisogno di rendere la comunità economica responsabile per le conseguenze del proprio impatto (Witkowska 2016). Bisogna sottolineare che, dal punto di vista della letteratura, la CSR è ancora un tema molto dibattuto, mentre nell'ambito pratico sembra prendere posizione la considerazione della CSR nelle attività aziendali (Witkowska 2016).

### 1.2.2 Excursus della letteratura sull'SRI

Nell'ultimo decennio, l'Investimento Socialmente Responsabile (SRI) è diventato uno dei maggiori trend dei fondi di investimento e un argomento chiave nelle ricerche finanziarie in tutto il mondo (Auer, Schuhmacher 2016). Come si può vedere dalla tabella 1 la crescita media degli asset SRI, solamente nell'ultimo periodo, tra il 2014 e il 2016, è stata del 25.2%.

Tabella 1 Crescita degli Assets SRI nel periodo 2014 - 2016

Growth of SRI Assets by Region 2014–2016				
Region	2014	2016	Growth over period	Compound Annual Growth Rate
Europe	\$ 10,775	\$ 12,040	11.7%	5.7%
United States	\$ 6,572	\$ 8,723	32.7%	15.2%
Canada	\$ 729	\$ 1,086	49.0%	22.0%
Australia/New Zealand	\$ 148	\$ 516	247.5%	86.4%
Asia ex Japan	\$ 45	\$ 52	15.7%	7.6%
Japan	\$ 7	\$ 474	6689.6%	724.0%
<b>Total</b>	<b>\$ 18,276</b>	<b>\$ 22,890</b>	<b>25.2%</b>	<b>11.9%</b>

Fonte: Global Sustainable Investment Alliance (2016)

Anche Sparkes e Cowton (2004) affermano che l'investimento socialmente responsabile è diventato molto significativo nella comunità finanziaria diventando una metodologia complicata e articolata. In particolare, essi sostengono che l'investimento socialmente responsabile ha avuto un cambiamento paradigmatico, passando da un'attività svolta da un piccolo numero di fondi specializzati, probabilmente di minore importanza economica, ad essere una filosofia di investimento adottata da una proporzione sempre maggiore di investitori istituzionali (Sparkes, Cowton 2004).

Bollen (2007) dimostra che gli investitori SRI hanno una funzione di utilità multi-attributo che incorpora anche valori personali e della società. Inoltre, Bollen (2007) afferma che gli investitori

che derivano utilità da parametri non-finanziari sono meno interessati alla performance finanziaria del loro portafoglio. Infine, Bollen (2007) trova che la volatilità dei fondi SRI è minore dei fondi convenzionali, in quanto sono considerati altri fattori oltre a quelli finanziari.

Aurer e Schuhmacher (2016) trovano nella letteratura la presenza di tre tipi di investitori SRI. La prima categoria è rappresentata dagli investitori guidati dalla creazione di valore, essi sono disposti ad accettare una perdita finanziaria in cambio di elevati valori delle dimensioni ESG. Il secondo tipo si riferisce agli investitori che cercano un profitto responsabile, essi si concentrano sia su alti valori di ESG che sull'ottenere tramite questi un profitto finanziario. Infine, l'ultima categoria è quella rappresentata dagli investitori che cercano un profitto "irresponsabilmente", infatti essi sono interessati meramente ad opportunità profittevoli e quindi effettuano investimenti responsabili solo se questi mostrano una performance superiore.

Infine, Aurer e Schuhmacher (2016) nel loro lavoro evidenziano la presenza di tre punti di vista sulla potenziale validità degli investimenti SRI. Il primo sottolinea una relazione positiva tra l'SRI e la performance finanziaria, che può essere osservata se persistono alternativamente o congiuntamente una delle seguenti ipotesi. La prima ipotesi è quella della presenza di fondi disponibili, ovvero la creazione di disponibilità liquide, derivanti dalla performance finanziaria, che consentano all'azienda di investire in attività socialmente responsabili. La seconda ipotesi è quella di buon governo (Sauer 1997). Il secondo punto di vista evidenzia una relazione negativa collegata all'opportunismo manageriale o alla teoria del trade-off (Auer, Schuhmacher 2016). Il primo è presente poiché i manager tendono a massimizzare il guadagno privato nei momenti prosperosi e a placare la performance finanziaria debole incrementando il benessere degli shareholders attraverso attività sociali (Posner, Schmidt 1992). Mentre, la teoria del trade-off sostiene che le attività socialmente responsabili tolgono risorse all'azienda, creando così uno svantaggio competitivo rispetto alle aziende meno coinvolte (Aupperle, Carroll & Hatfield 1985). La terza prospettiva si basa sul fatto che gli investimenti socialmente responsabili non aggiungono e non tolgono valore al portafoglio, in quanto la CSR non ha prezzo (Hamilton, Jo & Statman 1993).

### 1.3 L'integrazione del SRI nel Private Equity

L'SRI che è nata come strategia applicata al mercato pubblico, in seguito si è sviluppata acquisendo una maggiore raffinatezza degli approcci in modo da poter essere applicata a diversi asset class, tra cui quello del private equity (Crifo, Forget 2013). Uno studio effettuato nel 2016 da PricewaterhouseCoopers PwC (2017) nel settore del private equity dimostra come circa il 70%

degli operatori di private equity si sta impegnando pubblicamente per comunicare l'adozione di una strategia di investimento responsabile. Inoltre, si è visto aumentare al 68% (rispetto il 65% del 2013) il numero dei fondi di PE che hanno una policy per l'investimento responsabile. Questo riassume gli sforzi che si stanno compiendo negli ultimi anni per integrare l'SRI nel private equity. In particolare, l'evidenza empirica dimostra che l'integrazione del SRI nel private equity si è sviluppata, inizialmente, come risposta alla domanda degli investitori sempre più sensibili agli aspetti socio-ambientali, per poi essere utilizzata come fattore strategico per la ricerca di creazione di valore, maggiore controllo del rischio e differenziazione (Crifo, Forget 2013).

### 1.3.1 Caratteristiche e motivazioni dell'inserimento del SRI nel Private Equity<sup>6</sup>

L'adozione di pratiche di investimento responsabile può essere spiegata dalle stesse caratteristiche del PE. In primo luogo, gli operatori di private equity hanno cercato di ridurre l'informazione asimmetrica, in quanto si assume che il management detenga più informazioni di un investitore potenziale (Myers, Majluf 1984), attraverso un costante monitoraggio delle società finanziate (Holmstrom, Tirole 1997). Questa è una delle molli per lo sviluppo dell'integrazione del SRI nel private equity, infatti l'approccio SRI incrementa la capacità del private equity di ridurre le asimmetrie informative (Crifo, Forget 2013). Inoltre, è dimostrato che diventare investitore di private equity socialmente responsabile incentiva la CSR nella società di portafoglio e riduce i costi di agenzia (Crifo, Forget 2013). Questi argomenti portano ad evidenziare come i fondi di private equity socialmente responsabili sono portati a considerare i criteri ESG nelle operazioni principali, non considerandoli solo come una nicchia di mercato (Crifo, Forget 2013).

Inoltre, lo studio di Crifo e Forget (2013) conferma che, per la caratteristica intrinseca del PE di avere un significativo impatto nell'amministrazione delle imprese in cui investe (Kaplan, Strömberg 2009), i fondi di private equity sono comunque attenti alla governance come aspetto ESG.

Crifo e Forget (2013) trovano che gli operatori di venture capital sono più orientati rispetto agli altri investitori di PE a sviluppare fondi attenti al parametro ambientale in quanto, questa dimensione, permette di aprire nuovi mercati offrendo ampie possibilità di innovazione. Mentre gli investitori di buyout hanno come target aziende in mercati maturi con cash flows consolidati.

Un'altra peculiarità dei fondi di PE è la focalizzazione solo in alcune società nelle quali diventano azionisti attivi per un orizzonte temporale di medio-lungo termine, contrariamente a quanto è

---

<sup>6</sup> Le argomentazioni in questo paragrafo sono basate principalmente sul lavoro di Crifo, P., & Forget, V. D. (2013). Think global, invest responsible: Why the private equity industry goes green. *Journal of business Ethics*, 116(1), 21-48.

suggerito dalla moderna teoria di portafoglio di costruire un portafoglio ampio e diversificato<sup>7</sup>(Crifo, Forget 2013). Infatti, focalizzandosi in alcuni settori o in determinati criteri di selezione, si riduce l'universo investibile e questo comporta una minore diversificazione all'interno del portafoglio e quindi un maggior rischio.

Cumming e Johan (2007) nella loro analisi dimostrano che gli investimenti socialmente responsabili sono più comuni nei fondi di PE che hanno un orientamento agli investimenti internazionali, in quanto in questo modo si amplifica la diversificazione nel portafoglio. Inoltre, affermano che le decisioni di investire responsabilmente sono influenzate anche dalla struttura interna del fondo, in particolare gli investimenti responsabili avvengono più spesso quando vi è solo un direttore degli investimenti (Cumming, Johan 2007). Un'altra determinante degli investimenti responsabile è quella della composizione degli investitori, infatti i fondi che presentano tra gli shareholders grandi investitori istituzionali sono maggiormente incentivati all'approccio SRI per la pressione esercitata da questi (Cumming, Johan 2007). Fattore rilevante nello sviluppo di un approccio SRI è anche la collocazione geografica degli investitori istituzionali, l'evidenza empirica dimostra infatti che gli investitori istituzionali europei e statunitensi premono maggiormente sui temi ESG (Cumming, Johan 2007).

---

<sup>7</sup> La moderna teoria di portafoglio di Markowitz guarda al portafoglio come la distribuzione di probabilità del suo valore di ritorno valutato in termini di valore atteso e deviazione standard (Alexander 2009). In particolare, Markowitz (1952) afferma che il portafoglio efficiente dovrebbe massimizzare il valore atteso e minimizzare il rischio e che uno strumento per attenuare il rischio è la diversificazione. Infatti inserendo nel proprio portafoglio investimenti non correlati si diminuisce il rischio specifico (ovvero quello legato ad una singola azienda o a un singolo settore), si può dimostrare come la varianza media del portafoglio decresce all'aumentare degli asset posseduti (Alexander 2009).



## **Capitolo 2 Standard, selezione, valutazione e comunicazione degli investimenti SRI nel Private Equity**

In questo capitolo, si intende individuare i passi avanti fatti nella standardizzazione del mondo dell'investimento responsabile, analizzando la principale iniziativa del settore, ovvero i Principles for Responsible Investment. Successivamente, dopo aver definito quali sono i fattori da considerare per implementare un approccio SRI, si cerca di determinare come vengono selezionati e valutati gli investimenti fatti dai fondi di private equity in un'ottica di SRI. Infine, viene affrontato il tema della trasparenza e della comunicazione ai propri stakeholder delle scelte e dell'operato in merito ai temi di sostenibilità.

### **2.1. Principles of Responsible Investment**

A seguito della crescente attenzione per l'investimento responsabile, anche il sistema politico ha riconosciuto il ruolo che la finanza può avere nella creazione di valore nel lungo periodo spingendo le imprese ad un comportamento più etico (UN PRI 2016). In questo contesto, un ruolo fondamentale lo ha avuto il "Principles of Responsible Investment", documento presentato nel 2006, frutto dei programmi "UN Environment Programme Finance Initiative" e "UN Global Compact" delle Nazioni Unite e la collaborazione di oltre 230 istituzioni del settore finanziario. L'obiettivo dell'iniziativa è quello di incoraggiare gli investitori ad integrare gli aspetti ESG nei loro investimenti, fornendone una linea guida.

Il documento prevede un'introduzione e sei principi così redatti:

"Come investitori istituzionali, abbiamo il dovere di agire rispettando gli interessi di lungo termine dei nostri beneficiari. In questo ruolo fiduciario, crediamo che le tematiche ambientali, sociali e di buon governo di impresa (ESG) possano influenzare l'andamento dei portafogli d'investimento (nel tempo e a vari livelli, coinvolgendo aziende, settori, regioni e classi d'investimento). Riconosciamo anche che l'applicazione di tali principi può allineare meglio gli obiettivi degli investitori con quelli più ampi della società. Pertanto, nella misura in cui le nostre responsabilità fiduciarie siano rispettate, ci impegniamo a:

1. Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti.
2. Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle nostre politiche e nelle nostre pratiche di azionariato attivo.

3. Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali investiamo.
4. Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario.
5. Collaborare per migliorare la nostra efficacia nell'applicazione dei principi.
6. Comunicare le nostre attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

Firmando i principi noi, in qualità di investitori, ci impegniamo pubblicamente ad adattarli e applicarli, laddove essi siano coerenti con le nostre responsabilità fiduciarie. Ci impegniamo anche a valutare l'efficacia e a migliorarne il contenuto nel tempo. Riteniamo che questo ci consentirà di aumentare la nostra capacità di adempiere agli impegni nei confronti dei nostri beneficiari, nonché di allineare meglio le nostre attività di investimento agli interessi più ampi della società.”(UN PRI 2016, p.4)

I Principles for Responsible Investment possono essere adottati volontariamente dai PE e usati nell'ambito della propria voluntary disclosure<sup>8</sup> al fine di segnalare agli interlocutori esterni, in particolare ai propri shareholders, alcuni elementi fortemente caratterizzanti delle loro scelte di investimento (Hler, Jung 2015). Essi indicano un piano di possibili azioni per l'integrazione degli aspetti ESG nella pratica. Va indicato che il processo di investimento responsabile è modificabile da ogni organizzazione in modo da adattarlo meglio alle strategie, agli approcci e alle proprie risorse (Hler, Jung 2015). Infatti, i firmatari possono definire autonomamente in che misura e a che velocità implementare i primi cinque principi (Hler, Jung 2015). Invece, per il sesto principio, ovvero quello riguardante l'attività di reporting annuale, vi sono dei criteri specifici da rispettare (Hler, Jung 2015). Recentemente PRI ha pubblicato un framework obbligatorio da adottare per la redazione del report annuale in cui vengono enunciati i progressi svolti, il quale viene reso pubblico, anche se non integralmente, proprio da PRI (UN PRI 2017). Per quanto riguarda la comunicazione delle informazioni agli stakeholders, le indicazioni date dai PRI per il report possono ritenersi complementari alle linee guida fornite dalla Global Reporting Initiative<sup>9</sup> (UN PRI 2017). Il framework obbligatorio è suddiviso in tre sezioni, le prime due possono essere applicate per tutti i sottoscrittori in generale mentre la terza è specifica per ogni asset class (Hler, Jung 2015). Inoltre, vi è una quarta sezione completabile volontariamente con dei feedback sul PRI framework. Il contenuto delle sezioni obbligatorie è il seguente: nella prima sezione “Organisational Overview” sono inserite informazioni riguardanti il tipo e le caratteristiche dell'organizzazione, nella seconda “Strategy and Governance” si trovano informazioni riguardanti l'approccio agli investimenti

---

<sup>8</sup> . La voluntary disclosure è espressa da una comunicazione aggregata di informazioni non obbligatori, non finanziarie e finanziarie (Eng, Mak 2003).

<sup>9</sup> Si approfondirà la Global Reporting Initiative nel paragrafo 2.4.

responsabili e le integrazioni dei temi ESG all'interno degli investimenti, infine nella terza sezione sono richieste informazioni più specifiche e adeguate per ogni tipo di organizzazione sull'approccio e l'implementazione dei temi ESG negli investimenti (UN PRI).

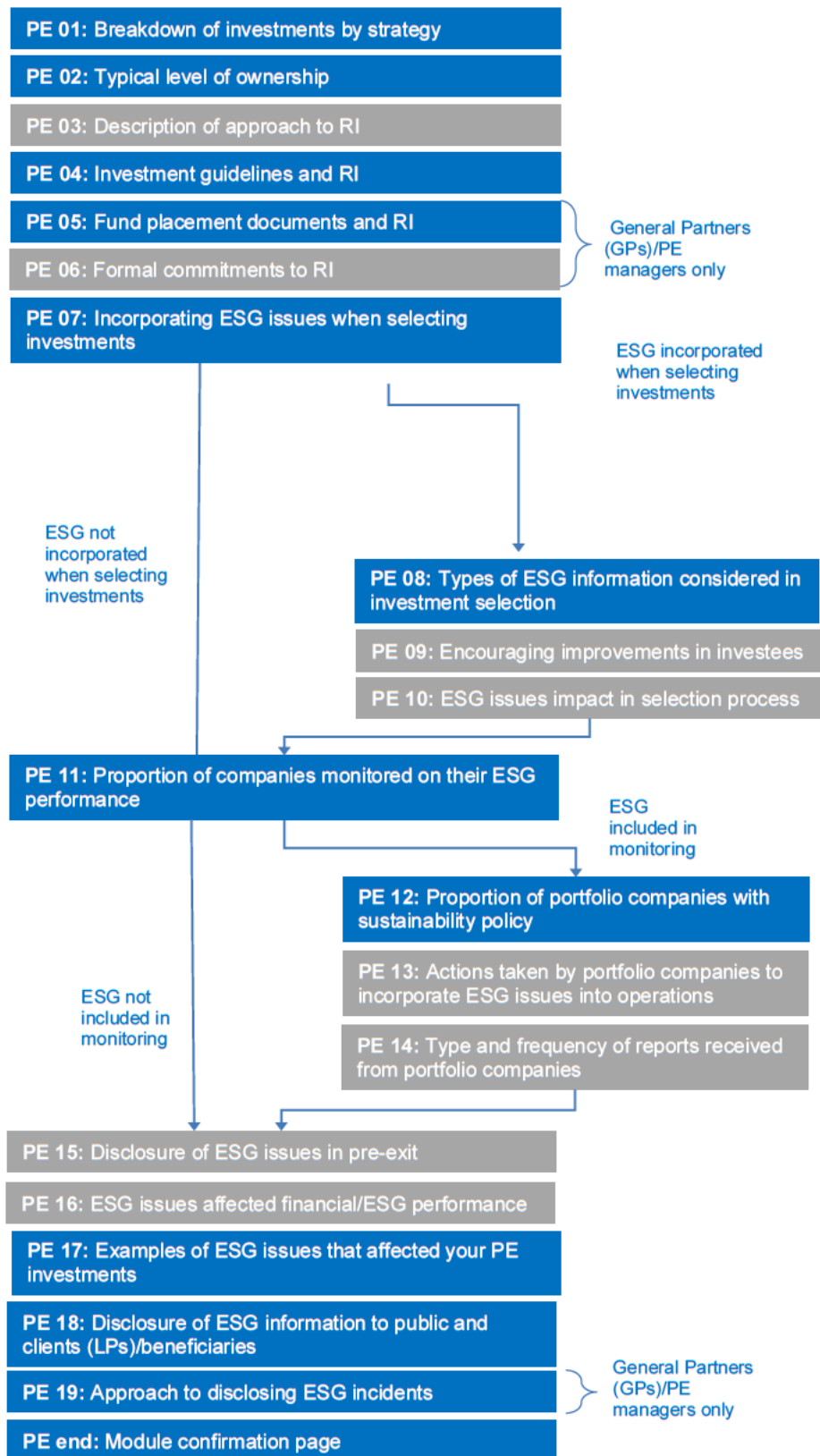
Nella figura 3 è possibile vedere la struttura della parte del report dedicata ai fondi di private equity indicata dal PRI. Si può in questo modo notare come l'attività di reporting debba essere effettuata durante tutto il processo di investimento (UN PRI 2017). Inoltre, si può osservare che le informazioni richieste riguardano in particolar modo (UN PRI 2017)<sup>10</sup>:

1. Il quadro generale (PE 01 – PE 03);
2. Le linee guida della propria organizzazione in riferimento agli investimenti responsabili (PE 04);
3. La raccolta dei capitali per il fondo (PE 05 – PE 06);
4. La fase di pre-investimento, in particolare la selezione (PE 07 – PE 10);
5. La fase di post-investimento, in particolare il monitoraggio (PE 11 – PE 15);
6. I risultati ottenuti (PE 16 – PE 17);
7. La comunicazione (PE 18 – PE 19).

---

<sup>10</sup> Si tenga presente che i riquadri in blu indicano le informazioni da inserire obbligatoriamente, mentre quelli in grigio le informazioni su base volontaria.

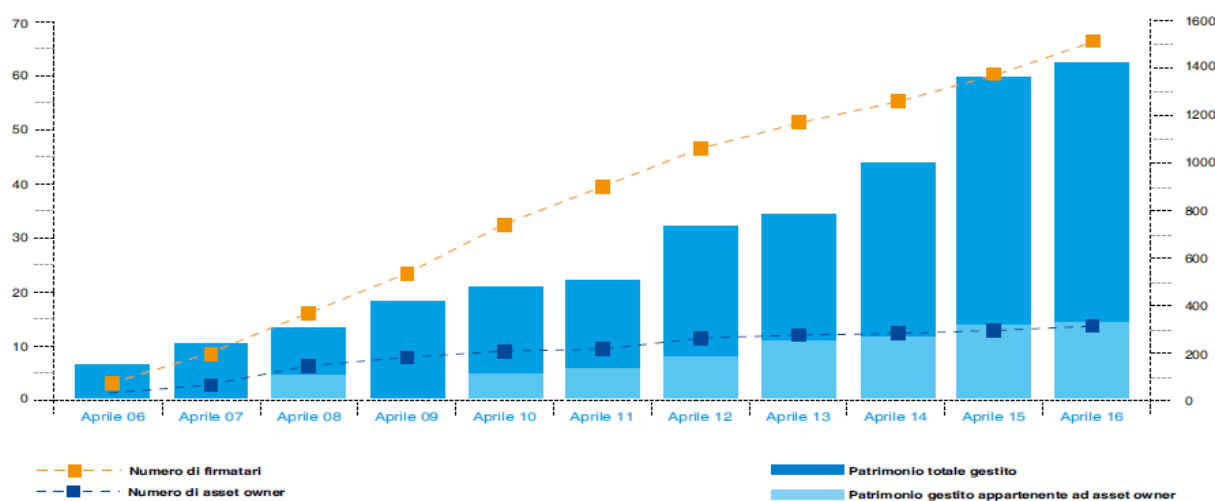
Figura 3 Struttura per il report nel Private Equity



Fonte: UN PRI (2017)

Sicuramente nell'ambito degli investimenti responsabili, quella del PRI è ritenuta l'iniziativa che ha acquisito maggiore importanza per la sua rilevanza, la dimensione e lo status di first-mover (Woods, Urwin 2010). La rilevanza del PRI è data dal potere normativo e dalla legittimazione ottenuta, infatti, firmando l'iniziativa si vuole comunicare un certo impegno ai propri stakeholder (Majoch 2017). Dalla sua nascita ad oggi l'iniziativa ha avuto un andamento crescente in termini di numero di firmatari e di dimensione del patrimonio totale gestito, come si evince dalla figura 4.

Figura 4 Andamento dell'iniziativa dalla nascita al 2016.



Fonte: PRI (2016)

Si sottolinea che ogni anno viene fatto un controllo formale da parte del segretariato e, attraverso questo, alcuni firmatari vengono eliminati in quanto non hanno pagato la tassa annuale o non hanno riportato i progressi svolti come indicato dalle linee guida del PRI (Hler, Jung 2015). Inoltre vi sono anche sottoscrittori che chiedono di propria iniziativa di essere cancellati, ad esempio, in quanto l'azienda è stata acquisita da un altro firmatario del PRI (Hler, Jung 2015). Hler e Jung (2015) affermano che l'iniziativa, nel riportare questi dati, non discrimina le motivazioni con cui vengono cancellati i firmatari, in questo modo non si riesce ad individuare per quale motivo un firmatario è stato eliminato. Come possibile sviluppo futuro per i PRI, Hler e Jung (2015) suggeriscono lo sviluppo di un controllo sostanziale, in aggiunta a quello formale, nelle attività dei sottoscrittori attraverso attività di audit per verificare l'effettiva adozione di questi principi.

Per i sottoscrittori del PRI sono riconosciuti un vasto numero di servizi di supporto (Hler, Jung 2015). Hler e Junf (2015), tra i tanti vantaggi, sottolineano:

- 1) Il supporto nell'implementazione dei sei principi e l'ottimizzazione delle pratiche di investimento ottenuti tramite la partecipazione ai gruppi di lavoro PRI e l'accesso alle pubblicazioni, seminari e webinar;
- 2) La possibilità di scambiare conoscenze ed esperienze e di collaborare con altri sottoscrittori, grazie all'inserimento in un network internazionale;
- 3) L'accesso ai più importanti decision-makers e stakeholder sia interni che esterni al settore finanziario.

## 2.2. Fattori da considerare per l'implementazione di un approccio SRI

I gestori di PE interessati a sviluppare un approccio SRI devono considerare alcune importanti determinanti (O'Connor 2015). In particolare O'Connor (2015) indica i seguenti fattori:

- 1) Aspirazione. È opportuno che ogni fondo abbia una adeguata aspirazione, in quanto questa determina la propensione al rischio e l'approccio d'integrazione delle dimensioni ESG. In base all'aspirazione infatti il fondo può raggiungere il proprio obiettivo progettando progressivamente le azioni e la struttura necessaria.
- 2) Adeguatezza agli stakeholder. Un fondo di PE nel pianificare il proprio approccio SRI alla strategia d'investimento deve considerare la congruenza dei propri valori e principi con quelli degli stakeholder che giocano un ruolo chiave, in particolare gli investitori e le aziende nel loro portafoglio.
- 3) Definire una policy ESG. Gli operatori di PE devono definire e comunicare sia i principi d'investimento che una specifica policy ESG, in modo da stabilire una strategia di ampio respiro. In questo modo prendono posizione nei confronti degli investitori e delle aziende partecipate, consapevolezza rispetto all'importanza delle dimensioni ESG, visibilità (soprattutto se vengono anche sottoscritte iniziative internazionali) e trasparenza.
- 4) Definire un quadro della governance. Una governance effettiva che sia in grado di definire chiaramente tutti i punti necessari per l'implementazione di un approccio SRI.
- 5) Integrazione all'interno delle attività principale. Integrare i temi ESG all'interno del ciclo d'investimento.
- 6) Misurazione. I fondi di PE e le aziende nel loro portafoglio hanno bisogno di misurare i progressi avvenuti per individuare come questi aggiungono valore all'attività.
- 7) Reporting. Le informazioni devono essere correttamente divulgate agli stakeholder per assolvere alla richiesta di trasparenza e responsabilità.

### 2.3. Fase di pre-investimento

Nella fase di pre-investimento sono fondamentali le attività di screening, per individuare i possibili investimenti, e quelle di due diligence, per valutarli (O'Connor 2015). Per questo nei prossimi paragrafi si approfondiscono le strategie di screening SRI e l'attività di due diligence.

#### 2.3.1. Strategie di screening SRI

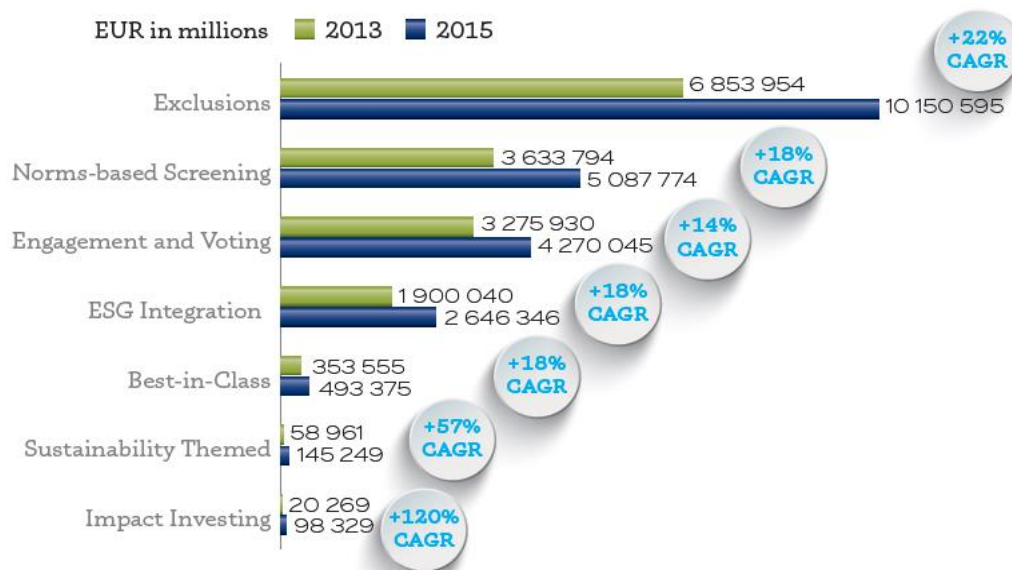
Nella letteratura si possono identificare sette strategie generali di selezione. Queste strategie non sono mutualmente escludibili, ma spesso sono utilizzate in combinazione tra loro (Hayat, Orsagh 2015). Nel dettaglio, le strategie sono:

- 1) Negative screening. Questa strategia, più utilizzata e più conosciuta, esclude dall'investimento società, paesi o interi settori sulla base della non conformità a determinati principi di sostenibilità ed eticità (Baker, Nofsinger 2012). Posizionando il focus sull'attività dell'impresa, le attività più comunemente poste a restrizione dagli investitori SRI riguardano la produzione e il commercio di tabacco, alcool, pornografia, armi, energia nucleare e il gioco d'azzardo (Dal Maso, Fiorentini 2013).
- 2) Norms-based screening. Strategia per la quale si escludono dagli investimenti le attività che non rispettano norme o convenzioni nazionali e internazionali legate ai temi ESG (Hayat, Orsagh 2015). La strategia norms-based screening può essere utilizzata come unica o integrata ad altre strategie.
- 3) Positive screening. Questa strategia si caratterizza per la selezione delle aziende su cui investire sulla base di alcune caratteristiche positive, ovvero quelle più proattive nell'ambito della sostenibilità (Baker, Nofsinger 2012). Tra gli altri, alcuni parametri qualitativi di valutazione possono essere l'impegno nella società, il rispetto dell'ambiente, la trasparenza nella gestione e la valorizzazione delle risorse umane (Baker, Nofsinger 2012). Focalizzandosi sull'attività, un esempio è rappresentato dagli investimenti nelle energie rinnovabili e nell'educazione (Cumming, Johan 2007). In particolare all'interno della strategia di positive screening è maggiormente utilizzata quella di Best in Class. Attraverso questo approccio vengono selezionate imprese che, nel loro settore, spiccano tra tutte sia per l'elevata performance sociale e ambientale sia per quella finanziaria (Dal Maso, Fiorentini 2013). Maso e Fiorentini (2013) sottolineano che tutti gli aspetti ESG devono essere interessati.

- 4) Investimento tematico. Questa strategia è collegata alla scelta di un tema su cui investire, tipicamente riguardante lo sviluppo sostenibile (Dal Maso, Fiorentini 2013). Il portafoglio costruito con questo approccio ha una diversificazione minore in quanto ci si concentra su un tema specifico e quindi è presente una maggiore correlazione tra gli asset (Eurosif 2016). A livello europeo, da uno studio effettuato da Eurosif (2016), risulta che gli investitori sono maggiormente interessati ad investire nelle tematiche dell'energia rinnovabile e nell'efficienza energetica.
- 5) Investimento di impatto. Questo approccio seleziona investimenti in progetti specifici, progettati per creare impatto sociale o ambientale quantificabile, che abbiano un potenziale ritorno finanziario positivo (Dal Maso, Fiorentini 2013).
- 6) Engagement e azionariato attivo. Strategia basata sul coinvolgimento attivo e continuo degli investitori nella sfera manageriale dell'azienda finanziata, attraverso l'esercizio del diritto di voto o anche attraverso l'attività di monitoraggio e consulenza (Dal Maso, Fiorentini 2013). Questo è un processo di lungo periodo che ha l'obiettivo di influenzare il comportamento dell'emittente (Dal Maso, Fiorentini 2013).
- 7) Integrazione di fattori ESG nell'analisi finanziaria. Questa strategia rappresenta l'inclusione sistematica ed esplicita dei parametri di valutazione ESG nell'analisi finanziaria tradizionale (Dal Maso, Fiorentini 2013). Si è consapevoli (Eurosif 2016) che ci sono ancora troppe variabili non conosciute che giocano un ruolo fondamentale per la messa in pratica di questo approccio, per questo rimane una sfida aperta la determinazione e la spiegazione delle variabili e delle differenze tra paese e asset.



Figura 5 Strategie SRI in Europa<sup>11</sup>



Fonte: Eurosif (2016)

La figura 5 mostra le dimensioni delle diverse strategie SRI di investimento utilizzate in Europa. In particolare, spicca la strategia dell'esclusione, utilizzata nel 2015 con più di 10.150 bilioni di investimenti (per il 91,9% degli investimenti SRI). A seguire la Norms-based Screening per un totale superiore ai 5.087 bilioni (46,1%), l'Engagement per 4.270 bilioni (38,6%) e l'integrazione per 2.646 bilioni (23,9%). Le altre tre categorie sono utilizzate per un totale minore. In particolare, gli investimenti tramite Best-in-Class sono stimati a 493 bilioni (4,5%), gli investimenti tematici 145 bilioni (1,3%) e l'investimento di impatto 98 bilioni (0,9%). In conclusione, si può notare come tutte le strategie dal 2013 abbiamo aumentato la dimensione di utilizzo.

A livello italiano per la maggior parte delle strategie, il mercato SRI ha visto una lenta ma stabile crescita negli ultimi due anni (Eurosif 2016). Lo studio di Eurosif (2016) evidenzia che gli investimenti che hanno mostrato una maggiore crescita sono gli investimenti tematici, come conseguenza sia dall'aumento degli asset, di alcuni players "tradizionali", selezionati tramite questa strategia, sia per gli asset selezionati da nuovi players proveniente dal settore del private equity. Comunque viene sottolineato che le strategie più classiche<sup>12</sup>, esclusione e norm-based,

<sup>11</sup> Compound Annual Growth Rate (CAGR) è il tasso di crescita annuale composto, esso misura il rendimento interno di un investimento di un determinato periodo.

<sup>12</sup> Le strategie di screening negativo sono considerate più classiche in quanto strategie di prima generazione (Renneboog, Ter Horst & Zhang 2008).

rappresentano ancora la maggior parte degli asset selezionati (Eurosif 2016), in quanto secondo la mia opinione risulta più agevole individuare il criterio da utilizzare.

Bisogna sottolineare, però, che sono presenti alcune criticità nel determinare esattamente l'ammontare totale degli asset appartenenti ad ogni strategia derivanti dall'assenza di una chiara metodologia. Inoltre, un problema fondamentale per la determinazione dei valori coinvolti è il fatto che le singole strategie non sono mutualmente escludibili (Scholtens 2014). Risulta difficile, anche, determinare il collegamento con la responsabilità nelle diverse strategie (Scholtens 2014). Infine, Scholtens (2014) riporta che per gli investimenti selezionati attraverso la strategia best-in-class non c'è una solida teoria in merito alla percentuale da utilizzare per selezionare le aziende con il punteggio più alto nel settore.

### 2.3.2. ESG due diligence

La due diligence si riferisce al processo d'indagine relativa ai rischi di un possibile investimento in una azienda target (Cumming, Zambelli 2017). L'obiettivo generale della due diligence è quello di analizzare in maniera dettagliata la performance dell'azienda target, includendo i rischi e le opportunità associati che possono impattare nell'azienda (Cumming, Zambelli 2017).

I gestori dei fondi di PE, sottoscrivendo linee guida internazionali e adottando policy esg interne, sono incoraggiati a condurre una due diligence anche sui temi ESG. Duke (2015) afferma che una accurata e dettagliata ESG due diligence può aggiungere valore al portafoglio di investimento. Infatti, rispetto alle aziende quotate, quelle non quotate non sempre forniscono abbastanza informazioni riguardo ai temi ESG, per questo un'analisi meticolosa può evidenziare fattori altrimenti non identificabili e in questo modo, la ESG due diligence contribuisce a migliorare l'intervento di sviluppo nella società presente in portafoglio. Nella pratica, solitamente la ESG due diligence è esercitata nello stesso momento della tradizionale due diligence commerciale, legale e finanziaria (Dowse 2009). La due diligence che riguarda gli aspetti ESG ha molti punti di coincidenza con quella tradizionale, infatti molti aspetti legati alla sostenibilità dell'iniziativa sono inclusi in quella classica perché considerate fondamentali per valutare l'investimento (Dowse 2009). Alcuni temi della due diligence possono essere specifici per ogni azienda o settore, altri invece possono essere adottati nella maggior parte delle opportunità d'investimento senza distinzione (O'Connor 2015). I gestori di PE solitamente cercano di assicurarsi che la due diligence

individui i rischi e le opportunità nei temi ESG nel modo più efficace possibile, analizzando non solo il rispetto degli obblighi normativi ma anche temi non regolamentati<sup>13</sup> (O'Connor 2015).

Nella guida prodotta da BVCA (O'Connor 2015) sugli investimenti responsabili per i fondi di private equity si sottolinea come le principali differenze tra la due diligence tradizionale e quella riguardante i temi ESG riguardano essenzialmente due fronti. Il primo attiene all'ampiezza e alla profondità, infatti rispetto a quella tradizionale la ESG due diligence dovrebbe considerare tutta la catena del valore dell'impresa target. Ad esempio, considerando in modo più ampio la tematica ambientale, si potrebbero individuare fattori che hanno o potrebbero avere in futuro un impatto nella qualità, nella disponibilità o nel prezzo delle materie prime. Il secondo fronte riguarda la considerazione delle opportunità tanto quanto i rischi. Infatti la due diligence tradizionale, solitamente, si concentra maggiormente sui rischi e sulle debolezze, al contrario quella riguardante i temi ESG cerca di dare uguale importanza alle opportunità e ai rischi. Nella guida (O'Connor 2015) viene riportato che, in particolare, si dovrebbero includere considerazioni riguardanti il potenziale, tra gli altri, dei nuovi mercati o dei nuovi flussi di reddito, della eco-efficienza e dell'industria ecologica. I primi potrebbero derivare dallo sviluppo di un prodotto per rispondere al cambiamento delle esigenze dei consumatori o cambiamenti climatici. Per quanto riguarda la eco-efficienza, ovvero fare di più impiegando meno, questa evidenzia il senso degli affari portando un risparmio in termini monetari come conseguenza del minore utilizzo dell'energia e delle materie prime. L'attenzione all'industria ecologica deriva dal fatto che i rifiuti di un'azienda potrebbero rappresentare materie prime per un'altra. Individuando queste sinergie potenziali si potrebbe avere una notevole riduzione dei costi per entrambe le aziende; infatti la prima avrebbe un contenimento dei costi per lo smaltimento dei rifiuti mentre la seconda potrebbe avere materie prime ad un minor costo. Inoltre il comportamento di entrambe le aziende andrebbe a beneficio dell'ambiente e potrebbe aumentare il valore del brand.

Per la complessità della strutturazione della due diligence alcune associazioni hanno messo a disposizione delle linee guida con l'obiettivo di supportare i gestori dei fondi di PE nella valutazione dei potenziali investimenti (UN PRI 2016).

---

<sup>13</sup> In quest'ottica si possono prendere in considerazione, in particolare, gli standards riconosciuti per il settore e gli accordi tra la comunità di investitori (O'Connor 2015).

## 2.4 La trasparenza delle attività e la comunicazione agli stakeholder

Negli ultimi anni gli investitori stanno mostrando sempre maggiore interesse verso il settore del private equity, richiedendo però, come contro partita, un livello di trasparenza superiore da parte dei gestori (Euromoney Institutional Investor 2011). Inoltre, se già il bisogno di trasparenza è elevato in generale, quando si parla degli investimenti responsabili questo aumenta ulteriormente (O'Connor 2015). Infatti, il report delle attività svolte è importante in tutte le fasi, dal pre-investimento all'exit (O'Connor 2015). In particolare, i gestori dei fondi comunicano il proprio operato e i risultati ottenuti nelle tematiche ESG per valorizzare l'impresa e rafforzare il rapporto di fiducia con gli stakeholder (Dal Maso, Fiorentini 2013), dimostrando che il loro approccio SRI e le loro attività sono allineate con le aspettative degli investitori (O'Connor 2015). Il numero delle organizzazioni che negli ultimi anni divulgano informazioni riguardanti la loro performance in termini di sostenibilità è cresciuto considerevolmente (Diouf, Boiral 2017). Tuttavia, poiché oggi non è presente un contenuto obbligatorio per normativa di reportistica, sebbene ritenuto necessario vista la complessità del tema, molti fondi utilizzano report di propria produzione, determinando così differenze nella scelta del periodo, degli indicatori, delle metriche e dei formati utilizzati (Lydenberg, Rogers & Wood 2010). Per cercare di attenuare questa mancanza, sono state pubblicate alcune linee guida da parte di associazioni di professionisti. (Lydenberg, Rogers & Wood 2010). In particolare, tra tutte le iniziative, spicca la Global Reporting Initiative (GRI) il cui obiettivo è quello di incoraggiare le organizzazioni a divulgare le informazioni sulla performance in termini di sostenibilità (Diouf, Boiral 2017). Attraverso l'utilizzo degli standards forniti da GRI per il report sostenibile, si auspica sia possibile confrontare le informazioni fornite dalle imprese (Marimon et al. 2012), a prescindere dall'utilizzo di pratiche di sostenibilità differenti tra aziende, settori e paesi (Schaltegger et al. 2014). L'affidabilità e la rigidità delle informazioni dei report è promossa dall'utilizzo degli indicatori GRI (Dando, Swift 2003). Nonostante gli sforzi, però, secondo la letteratura, la divulgazione delle informazioni riguardanti il tema della sostenibilità in ciascuna azienda rimane un problema (Diouf, Boiral 2017). Infatti, molto spesso i report sostenibili non sono ritenuti fonti di informazioni attendibili per gli stakeholder ma sono considerati strumenti di marketing, per ottenere la legittimazione sociale e nei quali vengono messe in luce gli aspetti positivi della performance e messi in ombra quelli negativi (Diouf, Boiral 2017).

Nelle linee guida per il reporting di sostenibilità (Global Reporting Iniziative 2011) vengono affermate due categorie di principi: quelli per la determinazione degli indicatori e degli argomenti da inserire e trattare all'interno del report e quelli per assicurare la qualità e la correttezza delle informazioni presentate. Un primo punto fondamentale è la determinazione di cosa includere nel

report per poter riprodurre una performance equilibrata. Per assolvere a questo bisogna rispettare i principi di materialità, di inclusività degli stakeholder e del contesto di sostenibilità e di completezza. Il principio di materialità è definito come segue “le informazioni contenute in un report devono definirsi ai temi e alle informazioni che: riflettono gli impatti significativi economici, ambientali e sociali, o che potrebbero influenzare in modo sostanziale le valutazioni e le decisioni degli stakeholder”(Global Reporting Iniziative 2011, p.8). Il principio di inclusività degli stakeholder afferma che “l’organizzazione dovrà identificare i propri stakeholder e spiegare nel report in che modo ha risposto alle ragionevoli aspettative e ai loro interessi”(Global Reporting Iniziative 2011, p.10). Il principio di sostenibilità asserisce che “il report deve illustrare la performance dell’organizzazione con riferimento al più ampio tema della sostenibilità” (Global Reporting Iniziative 2011, p.11). Infine, il principio di completezza riporta che “le affermazioni del report devono essere sufficienti per riflettere gli impatti economici, ambientali e sociali significativi, nonché devono essere adeguate per far sì che gli stakeholder possano valutare l’attività dell’organizzazione durante il periodo di rendicontazione”(Global Reporting Iniziative 2011, p.12). In merito alla garanzia della qualità delle informazioni nel report, troviamo i seguenti principi: equilibrio, chiarezza, accuratezza, frequenza, comparabilità e affidabilità. Il Principio di equilibrio afferma che “il report dovrebbe riflettere gli aspetti positivi e negativi della performance dell’organizzazione in modo da permettere una valutazione ragionata della performance complessiva” (Global Reporting Iniziative 2011, p.13). Per il principio di comparabilità “gli argomenti e le informazioni devono essere scelti, preparati e comunicati in modo coerente. È necessario che le informazioni incluse nel report siano presentate in modo tale da permettere agli stakeholder di analizzare i cambiamenti della performance dell’organizzazione nel corso del tempo e da permettere l’analisi comparativa rispetto ad altre organizzazioni” (Global Reporting Iniziative 2011, p.14). Il principio di accuratezza riporta che “le informazioni incluse nel report dovranno essere sufficientemente accurate e dettagliate affinché gli stakeholder possano valutare la performance dell’organizzazione”(Global Reporting Iniziative 2011, p.15). Per quanto riguarda il principio di tempestività si evidenzia che “il reporting avviene a cadenza regolare e gli stakeholder sono informati tempestivamente al fine di poter prendere decisioni fondate”(Global Reporting Iniziative 2011, p.16) Per il principio di chiarezza “le informazioni devono essere presentate in modo comprensibile e accessibile agli stakeholder che utilizzano il report”(Global Reporting Iniziative 2011, p.16). Infine, il principio dell’affidabilità riporta che “le informazioni e i processi utilizzati per redigere il report devono essere raccolti, registrati, preparati analizzati e comunicati in modo tale da poter essere oggetto di esame e da definire la qualità e la rilevanza delle informazioni”(Global Reporting Iniziative 2011, p.17)

Se nella prima parte delle linee guida sono stati elencati i principi, nella seconda sezione vengono descritte tre diverse tipologie di informativa (Global Reporting Iniziative 2011): strategia e profilo, modalità di gestione e indicatori di performance. La prima “definisce il contesto generale per la comprensione della performance dell’organizzazione, quali strategia, profilo e governance”(Global Reporting Iniziative 2011, p.19), la seconda “illustra in che modo un’organizzazione affronta una determinata serie di argomenti al fine di comprendere la performance in un’area specifica”(Global Reporting Iniziative 2011, p.19) e gli indicatori di performance<sup>14</sup> “traggono informazioni comparative sulla performance economica, ambientale e sociale dell’organizzazione” (Global Reporting Iniziative 2011, p.19).

Gli indicatori non finanziari della performance stanno acquisendo importanza crescente, in quanto giocano un ruolo fondamentale nella valutazione dell’azienda e nella standardizzazione del report sostenibile (Kocmanova, Nemecek & Docekalova 2012). Per questo sono nate molte iniziative per la definizione dei parametri chiave da utilizzare. Ad esempio, la Global Reporting Initiative attraverso la pubblicazione della guida, oltre ad enunciare le indicazioni per l’attività di reporting, si è posta l’obiettivo di cercare di standardizzare gli indicatori di performance (O’Connor 2015), suddividendoli tra dimensione economica, sociale e ambientale. Un’altra iniziativa con il medesimo obiettivo, che ha ottenuto molta attenzione, è stata avviata dall’EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies) che ha pubblicato una guida per l’integrazione degli aspetti ESG all’interno dell’analisi finanziaria e della valutazione dell’impresa (Garz, Schnell 2010). L’EFFAS, al contrario della GRI, ha definito i parametri da considerare settore per settore (Garz, Schnell 2010).

---

<sup>14</sup> Gli indicatori non finanziari della performance consentono all’azienda di determinare i risultati derivanti dalla sostenibilità (Kocmanova, Nemecek & Docekalova 2012).

## Capitolo 3 Un caso Italiano: Ambienta SGR

Nonostante il mercato italiano del private equity presenti dimensioni medie minori rispetto alla media europea, dovuto alle caratteristiche delle imprese italiane, rappresentate per lo più da piccole e medie imprese (AIFI 2017), si evidenziano casi di società italiane che si distinguono nel panorama europeo. Tra queste, per la strategia di investimento nel settore ambientale, è riconosciuta l'importanza (AIFI a) a livello europeo di Ambienta SGR. In questo capitolo si analizzerà il contesto in cui opera Ambienta SGR e il suo approccio agli investimenti responsabili.

### 3.1. Ambienta SGR

Ambienta SGR<sup>15</sup> è una società leader nel mercato medio del private equity europeo specializzata nella crescita industriale attraverso l'investimento in società guidate dalla sostenibilità come chiave di crescita, in particolare attività che pongono attenzione all'ambiente (Ambienta). Essa ha basi operative a Milano, Düsseldorf e Londra (Ambienta).

Ambienta detiene il più grande portafoglio per dimensione dedicato alla tutela ambientale, il quale vede un totale di €541 milioni di patrimonio gestito (AIFI a). Dal 2008, anno di istituzione della società, ad oggi Ambienta ha completato 23 investimenti. Essa investe in più di venti paesi, in società che trattano il tema dell'uso efficiente delle risorse e del controllo dell'inquinamento. In particolare, Ambienta con efficienza delle risorse si riferisce alla minimizzazione dell'uso delle risorse naturali e all'incentivazione dell'utilizzo delle risorse rinnovabili (AMBIENTA SGR 2017b). Il controllo dell'inquinamento riguarda la riduzione dell'impatto negativo delle attività umane sull'aria, l'acqua, l'ecosistema e il clima, e l'effetto negativo delle attività economica come, ad esempio, l'inquinamento acustico (AMBIENTA SGR 2017b).

Ambienta SGR (2017b) ha deciso di operare attraverso questa strategia, in quanto riconosce che in Europa si deve affrontare il problema della scarsità delle risorse in rapporto all'elevata densità di popolazione e la criticità riguardante il fatto che le fabbriche, molto spesso, sono costruite vicino alle aree urbane. Riconosce, inoltre, che per questo in Europa si continua ad accrescere l'importanza data a questo tema, diventando la regione leader a livello mondiale nel settore delle piccole e medie imprese che hanno un impatto ambientale positivo (AMBIENTA SGR 2017b).

---

<sup>15</sup> Le **società di gestione del risparmio (SGR)** rappresentano intermediari finanziari autorizzati ad esercitare il servizio di gestione collettiva del risparmio in Italia (Assogestioni).

La missione di Ambianta (2017b) è quella di identificare le società che hanno un modello di business profittevole e chiari vantaggi ambientali, per incentivarle a crescere internazionalmente, aumentando la loro scala, sviluppando nuovi prodotti e nuovi mercati. Nella missione di Ambianta è chiarita, anche, la presenza dell'obiettivo di creazione di valore per gli investitori, sempre tenendo presente il tema dell'efficienza delle risorse e del controllo dell'inquinamento.

Ambianta è orientata all'investimento nel settore delle piccole e medie imprese, nel quale investe almeno il 50% del proprio portafoglio (AMBIENTA SGR 2017b). Essa investe solamente in aziende Ecoinnovative come definite dalla Commissione Europea<sup>16</sup>(AMBIENTA SGR 2017b). Corrispondendo ai caratteri propri del private equity, Ambianta contribuisce attivamente allo sviluppo del suo portafoglio, offrendo competenze manageriali e industriali e connettività globale (AMBIENTA SGR 2017b). Le società target rappresentano società con modelli di business già affermati, infatti Ambianta effettua quasi esclusivamente operazioni di buyout, in cui acquisisce una quota di maggioranza. L'importo dell'investimento delle operazioni va da un minimo di €15 milioni ad un massimo di €50 milioni (AMBIENTA SGR 2017b). I settori di preferenza di Ambianta sono: agricoltura, chimica e materiali, costruzioni, energia e ambiente, informatica, prodotti e servizi industriali e trasporti (AMBIENTA SGR 2017b).

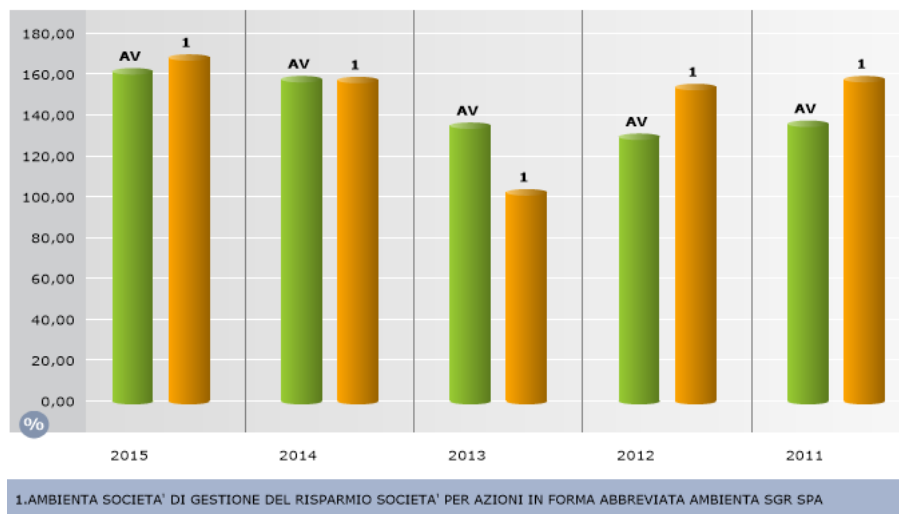
Dall'analisi dei dati di bilancio disponibili nella banca dati Aida (2016) per il 2015 si è riscontrato un valore dei ricavi pari a €8,65 milioni. Rispetto al 2014, il valore ha segnato un decremento del 2,2%, invece in rapporto al 2013 si è registrato un aumento del 102%. Se consideriamo l'indice della redditività dell'attivo (Return On Asset) questo ha registrato un valore pari al 168,22% (Aida 2016). Comparandolo con il valore registrato negli anni 2014 e 2013 è risultato superiore, rispettivamente, di 11 e di 66 punti percentuali. Nella figura 6 si può notare l'andamento del ROA di Ambianta dal 2011 al 2016 in confronto con la media del ROA negli stessi anni calcolata tenendo conto un portafoglio di 10 società di gestione del risparmio selezionate sulla base del miglior ROA per il 2015 (Aida 2016). In particolare, possiamo osservare come Ambianta presenta un ROA superiore alla media per tutti gli anni tranne il 2013.

---

<sup>16</sup> La Commissione Europea definisce eco-innovazione come "qualsiasi innovazione che scaturisce in un progresso significativo verso l'obiettivo dello sviluppo sostenibile riducendo le incidenze delle nostre modalità produttive sull'ambiente, rafforzando la resilienza della natura alle pressioni ambientali o permettendo un uso più efficiente e responsabile delle risorse naturali" (Commissione europea, p. 1)



Figura 6 ROA (%) di Ambienta SGR confrontato con la media calcolata considerando le 10 società di gestione dei capitali che hanno registrato il miglior valore del ROA.



Fonte: banca dati Aida (s.d.)

In merito al portafoglio di Ambienta la crescita dell'investimento fino ad oggi, ha portato nel 2015 un fatturato aggregato del portafoglio di quasi €700 milioni, corrispondente ad una crescita rispetto ai ricavi aggregati pre-acquisizione del 35% (AMBIENTA SGR 2017b). Ambienta riferisce che le società partecipate dal Fondo hanno mostrato solidi fondamenti, generando una redditività crescente negli anni che si è tradotta in un EBITDA aggregato di €121 milioni equivalente ad una crescita organica media annua di oltre l'8%, per lo più rappresentata da personale altamente qualificato (AMBIENTA SGR 2017b).

Ambienta è un membro dei UN Principles for Responsible Investment e anche di Invest Europe, ovvero un'associazione nata con l'obiettivo di armonizzare gli standards professionali, inclusi quelli riguardati i temi ESG, nel settore del private equity.

### 3.2 Ambienta Responsible Investment Policy

La policy attualmente in vigore è stata approvata il 30 gennaio 2017, con validità biennale, dal Consiglio di Amministrazione di Ambienta SGR S.p.A. (2017a).

Nella policy viene affermato che Ambienta ritiene come base di tutto quello che fa la proprietà attiva e l'investimento responsabile, per raggiungere il proprio obiettivo di creazione di valore (AMBIENTA SGR 2017a). Inoltre si riconosce la relazione tra la performance di lungo periodo degli investimenti e i temi ambientali, sociali e della governance. Nella policy (2017a) vengono elencati alcuni temi ESG che Ambienta incontra nel contesto del tipo di società in cui investe. Tra

questi, vi sono l'integrità aziendale, il controllo societario e la gestione, l'uso efficiente delle risorse, l'inquinamento, la salute e la sicurezza dei lavoratori e delle comunità, l'occupazione, gli standards lavorativi e lo sviluppo del capitale umano. Infine, nella policy (2017a) viene sottolineato che l'approccio di Ambienta agli investimenti responsabili include:

- 1) Il riconoscimento della centralità dei sei Principi per gli Investimenti Responsabili UNPRI e l'impegno a seguirli;
- 2) L'incorporazione dei temi ESG all'interno della propria analisi di investimento e del processo decisionale, consultando esperti indipendenti se necessario;
- 3) La proprietà attiva nelle società presenti nel proprio portafoglio per assicurare che le policies e le considerazioni ESG siano integrate all'interno di tutte le operazioni;
- 4) Il monitoraggio della performance ESG del portafoglio e integrare le informazioni riguardanti i temi ESG nella propria relazione con gli investitori e nel report effettuato su base annua.
- 5) La promozione una responsabilità interna per l'implementazione di questi temi.

### 3.3 L'approccio agli investimenti responsabili

Gli investimenti responsabili sono il centro della strategia di Ambienta che incorpora in modo proattivo i temi ESG in tutte le operazioni messe in atto, in particolar modo nell'analisi, nel processo decisionale e nella gestione del portafoglio (AMBIENTA SGR 2017b).

Le società target di Ambienta sono società che, al tempo dell'acquisizione potrebbero avere dei standards ESG subottimali, infatti Ambienta investe con l'obiettivo di migliorare le società target sia dal punto di vista della performance finanziaria sia di quella ESG (AMBIENTA SGR 2017b). L'analisi iniziale degli investimenti comprende una valutazione preliminare delle dimensioni ESG, aggiunte poi alla ESG due diligence, per determinare la decisione sull'investimento. In particolare, l'analisi iniziale ha l'obiettivo di identificare, prevenire e mitigare i potenziali rischi nell'ambito ESG. Nella fase di post-investimento per monitorare e riportare i risultati nei temi ESG, vengono definiti degli KPIs per ogni società presente nel portafoglio seguendo quelli indicati da EFFAS e se necessario integrati con parametri di valutazione propri.

Per integrare sistematicamente i temi ESG nelle operazioni Ambienta ha sviluppato il programma "ESG in Action", il quale rappresenta una guida per tutte le operazioni quotidiane (AMBIENTA SGR 2017b). Il programma ESG in Action è affiancato dalla Responsible Investment Policy. A base del programma ci sono tre principi:

1. Stabilire obiettivi e delegare: l'obiettivo è quello di promuovere l'impegno e la responsabilità delle figure chiave del management nell'implementazione delle linee guide ESG;
2. Monitorare: per assicurare che il programma e le attività siano continuamente monitorate e riesaminate dal manager responsabile;
3. Rapportare: con l'obiettivo di garantire che i risultati siano correttamente comunicati.

A livello di società Ambianta ha deciso di monitorare degli specifici KPIs in aggiunta a quelli monitorati a livello di singola società del portafoglio, essi sono determinati omogeneamente anche se non sono egualmente rilevanti per ogni società (AMBIENTA SGR 2017b). Questi KPIs sono definiti "Cross Portfolio KPIs" e sono:

1. il consumo di energia totale: per monitorare dove all'interno del portafoglio avviene il maggiore consumo di energia;
2. il consumo di acqua totale: per monitorare dove avviene il maggiore consumo di acqua;
3. le spese di formazione per i dipendenti: per monitorare il livello di attività del implementare le conoscenze e competenze professionali;
4. le spese per investimenti in tema ambientale: per monitorare l'investimento negli aspetti ESG;
5. percentuale di vendite eco-innovative: per monitorare la percentuale di prodotti e/o servizi venduti che producono un contributo ambientale positivo.

Questi indicatori, mostrano l'impegno di Ambianta all'attenzione degli aspetti ambientali e sociali e il tentativo di individuare dei KPIs da applicare a tutte le società all'interno del proprio portafoglio.

Per poter delineare la modalità di incorporazione dei principi per gli investimenti responsabili nelle operazioni di investimento, in particolare con riguardo all'impatto ambientale in termini di efficienza delle risorse e controllo dell'inquinamento, viene elaborato un report annuale denominato "ESG & Environmental Impact Report" (AMBIENTA SGR 2017b). Nel quale ogni società è inizialmente descritta e analizzata per identificare i fattori che impattano nel tema ambientale. In seguito si sviluppa un framework quantitativo attraverso i fattori di impatto che hanno un risultato rilevante per la società. Dal report potrebbe risultare sia un contributo positivo che negativo nell'impatto ambientale e si sottolinea come ogni contributo negativo sia comunicato e presentato nel dettaglio per la trasparenza. Il report viene stilato anche per le società target di un potenziale investimento, in questo caso, se il contributo negativo è di misura comparabile al contributo positivo si determina la fine del processo di investimento.

## Conclusione

Il settore del private equity ha segnato negli ultimi anni un'espansione continua, attirando l'interesse di molti investitori istituzionali e contribuendo con un impatto economico e finanziario positivo nelle aziende finanziate. Infatti, esse presentano dopo il programma di sviluppo una performance migliore rispetto a quella dei benchmark comparativi (Teti, Casillo 2013). In aggiunta, nell'ultimo decennio si sta ponendo una maggiore attenzione all'inserimento sistematico dei temi ambientali, sociali e di buon governo all'interno di processi di investimento. Questo è stato determinato, inizialmente dalla pressione esercitata dagli investitori istituzionali, mentre in seguito ne è stato incentivato lo sviluppo proprio dai gestori dei fondi in quanto hanno riconosciuto la possibilità di creare un maggior valore attraverso questa strategia (Crifo, Forget 2013). In questo modo, da strategia di nicchia sta cominciando a diventare l'approccio principale di investimento. In particolare, l'investimento responsabile è coerente con la modalità di investimento dei fondi di private equity che prevedono un orizzonte temporale di medio e lungo periodo e sono orientati a valorizzare la società finanziata. Inoltre, l'integrazione dei temi ESG mentre da una parte riduce l'asimmetria delle informazioni nell'investimento, dall'altra, però, crea una minore diversificazione nel portafoglio per la riduzione del campo investibile (Crifo, Forget 2013). La composizione interna ed esterna è risultata essere una determinante per lo sviluppo della considerazione dei temi ESG (Cumming, Johan 2007). Infatti, si è visto che vengono integrati maggiormente questi fattori in presenza, per quanto riguarda la dimensione interna, di un solo direttore decisionale e l'orientamento ad un approccio di investimento internazionale (Cumming, Johan 2007). Mentre, per quanto riguarda la dimensione esterna, per la presenza di grandi investitori istituzionali (Cumming, Johan 2007). È utile sottolineare tuttavia che lo sviluppo dell'investimento socialmente responsabile nel settore del private equity sia ancora alla fase iniziale, poiché la porzione di mercato potenzialmente raggiungibile è ancora molto ampia (Crifo, Forget 2013). Uno sviluppo futuro potrebbe essere rappresentato da una pressione maggiore proveniente dai governi e dai regolatori per la considerazione dei temi ESG. Proprio per la mancanza di regolamentazione, ci sono state diverse iniziative volte alla standardizzazione degli investimenti responsabili, la principale è riconosciuta essere quella dei "Principles for Responsible Investing" (Hler, Jung 2015). Essa ha avuto uno sviluppo crescente negli anni, arrivando ad avere oggi 1782 sottoscrittori. Un possibile miglioramento per l'iniziativa potrebbe essere quello di inserire un controllo sostanziale nelle attività svolte dai firmatari, in aggiunta del controllo formale che già viene effettuato.

Nella fase di selezione e valutazione dei potenziali investimenti, l'inserimento sistematico delle considerazioni nei temi ESG amplifica la possibilità di misurare e gestire i rischi e le opportunità

migliorando così l'intervento di sviluppo nella finanziaria (Duke 2015). Nella ricerca delle strategie di screening utilizzate nell'ambito ESG si sono definite sette differenti strategie: negative screening, norms-based screening, positive screening (in particolare Best-in-Class), investimento tematico, engagement e azionariato attivo e l'integrazione dei fattori ESG nell'analisi finanziaria. Le più sfruttate per la selezione sono le prime due strategie, si evidenzia però la presenza di alcune criticità nel calcolare e definire le strategie. In particolare, la difficoltà maggiore è che esse non sono mutualmente escludibili, infatti molto spesso sono utilizzate più strategie sullo stesso portafoglio. L'obiettivo futuro è quello di non limitarsi, come molto spesso avviene, all'utilizzo dell'esclusione come strategia di investimento, ma prendere maggiormente in considerazione le altre strategie che oltre ad eliminare i rischi possono anche creare opportunità. Per quanto riguarda la ESG due diligence si è osservato che questa ha molti punti in comune con quella tradizionale, in quanto, in particolare, la dimensione del buon governo è quasi sempre presa in considerazione dai fondi anche se non adottano strategie ESG (Crifo, Forget 2013). La differenza principale è la considerazione sistematica e più ampia dei temi ambientali e sociali.

Per i gestori nel private equity è fondamentale mantenere un'elevata trasparenza nell'operato verso i propri stakeholder, per assicurare che le aspettative di entrambi siano allineate (O'Connor 2015). Questo bisogno di trasparenza aumenta ulteriormente quando nelle attività si vuole garantire l'integrazione delle dimensioni ESG, per assolvere a questa necessità i General Partners spesso producono un report di sostenibilità. In quest'ambito l'iniziativa che ha avuto maggior interesse è quella svolta dalla Global Reporting Initiative che ha fornito delle linee guide con lo scopo di standardizzare il report in modo da rendere le informazioni fornite dalle imprese confrontabili (Marimon et al. 2012).

Si è visto come nonostante il mercato del private equity italiano sia ancora poco sviluppato in relazione a quello europeo, ci sono degli esempi di realtà che si distinguono. Ambienta SGR è una di queste, rappresentando infatti un esempio performante di private equity nella attuazione di una strategia ambientale.

In conclusione, in linea con il quadro globale della crescita di attenzione agli investimenti socialmente responsabili, avvenuta soprattutto nel mercato pubblico, si può affermare che, invece, il settore del private equity attuando questa strategia può avere un grande potenziale nel promuovere operazioni sostenibili nelle società non quotate.

## Bibliografia

- Aida 2016, *Rapporto - Ambienta SGR S.p.A.* Available: <https://aida.bvdinfo.com/version-201787/Report.serv? CID=5633&context=JO0QEC6N7W1M8B8&SeqNr=0> [2017, Aug 30].
- AIFI s.d. a, *Ambienta SGR.* Available: <http://www.aifi.it/soci/associati/6524-ambienta-sgr/> [2017, Aug 18].
- AIFI s.d. b, *Investimento.* Available: <http://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/investimento/> [2017, Jul 18,].
- AIFI 2017, *Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt.* Available: <http://www.aifi.it/studi-ricerche/dati-mercato/> [2017, Aug 18].
- Alexander, G.J. 2009, "From Markowitz to modern risk management", *The European Journal of Finance*, 15(5-6), 451-461.
- AMBIENTA SGR 2017a, *Ambienta Responsible Investment Policy*, Available <http://www.ambientasgr.com/wp-content/uploads/2015/12/Ambienta-Responsible-Investment-Policy.pdf> [2017, Aug 23].
- AMBIENTA SGR 2017b, *Sustainability drives value.* Available: [http://www.ambientasgr.com/wp-content/uploads/2017/05/Ambienta-Report-LR\\_OK-1.pdf](http://www.ambientasgr.com/wp-content/uploads/2017/05/Ambienta-Report-LR_OK-1.pdf) [2017, Jul 29].
- Ambienta s.d., *About us – Ambienta.* Available: <http://www.ambientasgr.com/about-us/> [2017, Aug 21].
- Assogestioni s.d., *SGR.* Available: <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,123,0,49,html/sgr> [2017, Aug 22].
- Auer, B.R. & Schuhmacher, F. 2016, "Do Socially (Ir)responsible Investments Pay? New Evidence from International ESG Data", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51-62.
- Aupperle, K.E., Carroll, A.B. & Hatfield, J.D. 1985, "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability", *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.
- Baker, H.K. & Nofsinger, J.R. 2012, *Socially responsible finance and investing: financial institutions, corporations, investors, and activists*, John Wiley & Sons.
- Bollen, N.P.B. 2007, "Mutual Fund Attributes and Investor Behavior", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683-708.
- Crifo, P. & Forget, V.D. 2013, "Think Global, Invest Responsible: Why the Private Equity Industry Goes Green", *Journal of business ethics*, 116(1), 21-48.
- Cumming, D. & Johan, S. 2007, "Socially responsible institutional investment in private equity", *Journal of Business Ethics*, 75(4), 395-416.

- Cumming, D. & Zambelli, S. 2017, "Due Diligence and Investee Performance", *European Financial Management*, 23(2), 211-253.
- Dal Maso, D. & Fiorentini, G. 2013, *Creare valore a lungo termine: Conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, EGEA spa.
- Dando, N. & Swift, T. 2003, "Transparency and assurance minding the credibility gap", *Journal of Business Ethics*, 44(2), 195-200.
- De Fontenay, E. 2013, "Private equity firms as gatekeepers", *Review of Banking & Financial Law*, 33, 115-189.
- Diamond, D.W. 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.
- Diouf, D. & Boiral, O. 2017, "The quality of sustainability reports and impression management: A stakeholder perspective", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(3), 643-667.
- Dowse, J. 2009, "ESG and due diligence", *Keeping Good Companies*, 61(11), 659.
- Duke, G. (2015). Sustainable Private Equity Investments and ESG Due Diligence Frameworks. In *Responsible Investment Banking* (pp. 349-358). Springer International Publishing
- Eng, L.L. & Mak, Y.T. 2003, "Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Euromoney Institutional Investor 2011, *Private Equity Transparency Demanded By Institutional Investors*, Global Money Management, p.219.
- Eurosif 2016, *European SRI study 2016*, Available: <https://www.eurosif.org/sri-study-2016/> [2017, Aug 13].
- Fidanza, B. 2010, "Private Equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese" in *Evoluzione e discontinuità nel sistema finanziario internazionale*, ed. G.G. Boffa F., McGrawHill, Milano, pp. 11-21.
- Forum per la Fiananza Sostenibile 2013, *L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi*. Available: [http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903\\_Posizione\\_ufficiale\\_SRI\\_FFS.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf) [2017, Jul 26].
- Garz, H. & Schnella, F.F. 2010, "KPIs for ESG.A Guideline for the Integration of ESG into Financial Analysis and Corporate Validation", *Frankfurt: DVFA/EFFAS*, .
- Global Reporting Iniziative 2011, "RG–Linee Guida per il reporting di sostenibilità", .
- Global Sustainable Investment Alliance 2016, *Global Sustainable Investment Review 2016*. Available: [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf) [2017, Aug 21].
- Granturco, M. & Miele, M.G. 2011, *Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target"*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers).

- Hamilton, S., Jo, H. & Statman, M. 1993, "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62-66.
- Hayat, U. & Orsagh, M. 2015, "Environmental, Social, and Governance Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals", *Codes, Standards, and Position Papers*, 2015(11), 1-43.
- Hler, R.D. & Jung, T.H. 2015, "In Principle Good: The Principles for Responsible Investment" in *Responsible Investment Banking* Springer, , pp. 359-370.
- Holmstrom, B. & Tirole, J. 1997, "Financial intermediation, loanable funds, and the real sector", *the Quarterly Journal of economics*, 112(3), 663-691.
- Invest Europe 2017, *2016 European Private Equity Activity*. Available: <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf> [2017, Aug 18].
- Kaplan, S.N. & Strömberg, P. 2001, "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring", *The American Economic Review*, 91(2), 426-430.
- Kaplan, S.N. & Strömberg, P. 2009, "Leveraged buyouts and private equity", *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
- Kocmanova, A., Nemecek, P. & Docekalova, M. 2012, "Environmental, social and governance (ESG) key performance indicators for sustainable reporting", *The 7th International Scientific Conference*.
- Lanfranchi, V. 2016, *Investimenti e Innovazione: il supporto dei fondi di Private Equity e Venture Capital e la piattaforma Venture UP*, AIFI, Ferrara.
- Lydenberg, S.D., Rogers, J. & Wood, D. 2010, *From transparency to performance: Industry-based sustainability reporting on key issues*, Hauser Center for Nonprofit Organizations Cambridge, MA.
- Majoch, A. 2017, "Sources of stakeholder salience in the responsible investment movement", *Journal of business ethics*, 140(4), 723-741.
- Marimon, F., et al 2012, "The worldwide diffusion of the global reporting initiative: what is the point?", *Journal of Cleaner Production*, 33, 132-144.
- Markowitz, H. 1952, "Portfolio selection", *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
- McKinsey&Company 2017, *A routinely exceptional year for private equity*. Available: <http://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/a-routinely-exceptional-year-for-private-equity> [2017, Aug 10].
- Morrell, K. & Clark, I. 2010, "Private Equity and the Public Good", *Journal of Business Ethics*, 96(2), 249-263.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.



- O'Connor, B. 2015, "Responsible investment", *Newsmonth*, 35(8), 19.
- Posner, B.Z. & Schmidt, W.H. 1992, "Values and the American Manager: An Update Updated", *California Management Review*, 34(3), 80-94.
- Preqin 2017a, *2017 PREQIN GLOBAL PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL REPORT*. Available: <https://www.preqin.com/docs/reports/2017-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample-Pages.pdf> [2017, Aug 14].
- Preqin 2017b, "Overachievers: GPs seeing success on the road", *Private Equity Spotlight*, 13(5).
- PwC 2017, , *Are we nearly there yet? Private equity and the responsible investment journey*. Available: <https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/private-equity-and-the-responsible-investment-journey.html> [2017, Jul 24,].
- Renneboog, L., Ter Horst, J. & Zhang, C. 2008, "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior", *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.
- Sauer, D.A. 1997, "The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini Equity Mutual Fund", *Review of Financial Economics*, 6(2), 137-149.
- Schaltegger, S., Windolph, S., Harms, D. & Horisch, J. 2014, "Corporate sustainability in international comparison" in *State of Practice, Opportunities and Challenges* Springer, .
- Scholtens, B. 2014, "Indicators of responsible investing", *Ecological Indicators*, 36, 382-385.
- Sparkes, R. & Cowton, C.J. 2004, "The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility.", *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45-47.
- Teti, E. & Casillo, G. 2013, "Private equity and enterprise growth: an Italian perspective", *International Journal of Entrepreneurship*, 17, 99.
- UN PRI s.d., *Reporting for Asset Owners and Investment Managers*. Available: <https://www.unpri.org/report/reporting-for-asset-owners-and-investment-managers> [2017, Aug 22].
- UN PRI 2016, *I Principi per l'Investimento Responsabile*, UNEP Finance Initiative and UN Global Compact.
- UN PRI 2017, *PRI REPORTING FRAMEWORK 2017 Direct — Private Equity*. Available: [https://www.unpri.org/download\\_report/25310](https://www.unpri.org/download_report/25310) [2017, Aug 20].
- Witkowska, J. 2016, "Corporate Social Responsibility: Selected Theoretical and Empirical Aspects", *Comparative Economic Research*, 19(1), 27-43.
- Woods, C. & Urwin, R. 2010, "Putting Sustainable Investing into Practice: A Governance Framework for Pension Funds", *Journal of business ethics*, 92(1), 1-19.

