



Forum per la Finanza Sostenibile

**AIFI**



## Private equity sostenibile

Una guida per gli operatori del mercato italiano



wise sgr

wiseequity funds

## I SOCI DEL FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE:

ABI  
ACRI  
ADICONSUM  
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS ITALIA  
AMUNDI ASSET MANAGEMENT  
ANASF  
ANIA  
ASSOFONDIPENSIONE  
ASSOGESTIONI  
AVANZI  
AXA INVESTMENT MANAGERS ITALIA  
BANK DEGROOF PETERCAM  
BLOOMBERG  
BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS  
CANDRIAM INVESTORS GROUP  
CDP  
CGIL  
CISL  
CITTADINANZATTIVA  
COIMA SGR  
ECPI GROUP  
EQUI INVESTMENTS  
ETICA SGR  
FABI  
FEDERCASSE  
FONDAZIONE OLTRE  
FONDO COMETA  
FONDO GRUPPO INTESA SANPAOLO  
FONDO PEGASO  
GENERALI INVESTMENTS EUROPE  
HDI ASSICURAZIONI  
HSBC  
INTESA SANPAOLO  
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP  
MBS CONSULTING  
MEFOP  
MORNINGSTAR ITALY  
NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT  
NN INVESTMENT PARTNERS  
RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT  
RITMI  
SELLA GESTIONI SGR  
SOCIETE GENERALE SECURITIES SERVICES  
SODALITAS  
SYMPHONIA SGR  
UIL  
UNICREDIT  
UNIPOL GRUPPO  
VIGEO  
VONTOBEL ASSET MANAGEMENT  
WWF ITALIA  
ZURICH



Forum per la Finanza Sostenibile

**AIFI**

## **Private equity sostenibile**

**Una guida per gli operatori del mercato italiano**



Assietta Private Equity SGR (“Assietta”) gestisce fondi mobiliari chiusi di Private Equity dedicati a piccole aziende italiane. Assietta è controllata dal proprio management e gestisce quattro fondi con €86 milioni di AUM. La strategia di investimento è focalizzata su operazioni di maggioranza in piccole aziende (5m-30m fatturato) del Nord Italia, leader nelle loro nicchie di mercato, con una chiara strategia internazionale o con una potenzialità di crescita all'estero ancora inespressa. Assietta aggiunge valore rendendo più efficace e professionale la gestione delle aziende controllate ed aiutandole nella loro espansione, specialmente all'estero. Tutte le operazioni di Assietta sono caratterizzate da un uso molto moderato della leva finanziaria. Il Management Team di Assietta ha realizzato 8 investimenti e 5 disinvestimenti che hanno generato un IRR netto superiore al 25%.

Assietta è attenta alle tematiche ESG con particolare riguardo alla buona governance della SGR stessa e delle partecipate, alle tematiche ambientali e all'esclusione di alcuni settori di investimento (armi, tabacco, pornografia e pellicce).



Mandarin Capital Partners è il più grande fondo di Private Equity sino-europeo, focalizzato sulla creazione di collegamenti industriali e commerciali tra Europa e Cina. La strategia d'investimento di Mandarin Capital Partners prevede operazioni di acquisizione sia di maggioranza sia di minoranza, con focus specifico su aziende europee di media dimensione leader nei rispettivi mercati, con lo scopo di supportarne il processo di crescita e di internazionalizzazione, anche verso la Cina.

Il primo fondo di Mandarin Capital è stato costituito nel maggio del 2007, con una raccolta complessiva di capitali di € 328 milioni. Il secondo fondo ha recentemente completato la fase di raccolta, per una cifra analoga, e vede la partecipazione di una importante platea di investitori internazionali.

Ad oggi sono stati realizzati complessivamente 13 investimenti (10 con il primo e 3 con il secondo fondo). Di questi, il primo fondo ha già realizzato sempre con profitto 8 uscite, ottenendo rendimenti che pongono Mandarin Capital Partners tra i *top performer* mondiali dei fondi costituiti nel 2007. L'operazione Euticals (completata ad Aprile 2012) è stata premiata come "Migliore operazione di Buy Out dell'anno" dall'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity).

Il fondo è gestito da un team internazionale di grande esperienza con uffici in Lussemburgo, Cina (Shanghai), Italia (Milano), e Germania (Francoforte). I partner dell'iniziativa sono Alberto Forchielli, Enrico Ricotta, Lorenzo Stanca e Zhen Gao.

Mandarin Capital ha fin dall'inizio della propria storia prestato notevole attenzione alle tematiche ESG. Al principio l'approccio è stato orientato essenzialmente alla definizione di una politica di esclusione dei settori sensibili (come armi o tabacco) dall'universo investibile, e ad una marcata attenzione in fase di analisi degli investimenti alle questioni ambientali e di buona governance. Via via queste politiche sono state meglio definite e sviluppate. Attualmente è in via di approvazione una serie di procedure interne che alzerà ulteriormente il livello di attenzione sugli aspetti ESG.



PAI gestisce fondi di investimento in private equity, per un patrimonio complessivo di 7.9 miliardi di euro. Attraverso operazioni di leveraged buy out, PAI investe in società europee attive nei seguenti settori: servizi alle imprese, industria alimentare, società industriali, sanità, commercio al dettaglio e distribuzione.

L'équipe di PAI è formata da più di 50 professionisti esperti, provenienti da orizzonti professionali diversi e da più di nove Paesi europei. PAI associa infatti una forte conoscenza dei mercati locali a capacità e prospettive paneuropee.

La sostenibilità è uno dei valori fondamentali di PAI Partners. Investitore di lungo termine, con alle spalle 140 anni di storia di sviluppo ed espansione di imprese, PAI ha sempre promosso la crescita sostenibile e responsabile delle partecipate.

PAI ha lavorato negli ultimi anni per integrare in profondità gli elementi ESG (Environmental, Social, Governance) nei processi di investimento, a partire dall'idea che l'attenzione ai temi di sostenibilità possa contribuire a una sovra-performance finanziaria. Quest'anno, PAI ha portato a maturazione il lavoro fatto per integrare l'ESG nei processi di investimento, gestione e creazione di valore. Le due diligence ESG e gli audit post-acquisizione sono divenuti prassi consolidata. Le società inserite in portafoglio si incontrano regolarmente per condividere le proprie esperienze sui temi della sostenibilità. Inoltre, PAI ha introdotto un nuovo sistema di reporting ESG, che permette agli investment manager, alle società in portafoglio e agli investitori di misurare e controllare le performance ESG delle partecipate.

La posizione leader di PAI nel settore degli investimenti responsabili non genera impatti positivi soltanto sulle persone e sull'ambiente, ma anche sui rendimenti. Molti investitori orientati anzitutto alle performance finanziarie, infatti, non avrebbero impegnato il loro capitale in PAI in assenza di una efficace integrazione dei temi ambientali, sociali e di governance all'interno dei processi di investimento.



QUADRIVIO è oggi uno dei principali gestori in Italia nel settore degli investimenti alternativi, con una struttura di 60 professionisti e asset in gestione per oltre 1,2 miliardi di euro.

Nata nel 2000, negli ultimi 15 anni la società ha realizzato oltre 100 operazioni di investimento e attualmente gestisce 12 fondi, attraverso le sue sedi di Milano, New York, Londra, Hong Kong e Singapore.

La società di gestione del risparmio, autorizzata e vigilata da Banca d'Italia, promuove e gestisce fondi di investimento rivolti a investitori qualificati operando, attraverso team dedicati, nei settori del Private Equity, Venture Capital, Clean Energy, Impact Investments, Private Debt e Fondi di Fondi.

In tutte le aree di business, ma in particolare negli investimenti di Private Equity volti alle piccole e medie imprese italiane, Quadrivio presta particolare attenzione agli aspetti ambientali, sociali e di sostenibilità, sia in fase di valutazione dei nuovi investimenti sia nell'implementazione di politiche volte al miglioramento delle pratiche aziendali, che oltre a generare un impatto positivo di social responsibility portano ad un conseguente miglioramento delle performance stesse.

Wise SGR SpA ([www.wisesgr.it](http://www.wisesgr.it)) è specializzata nella gestione di fondi chiusi di Private Equity che investono in società di piccole e medie dimensioni con focus sull'Italia. I fondi gestiti da Wise effettuano tipicamente operazioni di leveraged buy out e di capitale di sviluppo dedicate a imprese che hanno posizioni di leadership nella loro nicchia di riferimento, con due obiettivi principali: aumentare la massa critica, anche attraverso operazioni di “build-up”, per migliorare la competitività e la marginalità delle imprese e favorirne lo sviluppo internazionale, grazie anche al proprio network estero. Wise è particolarmente attenta agli aspetti ESG nell'analisi dei propri investimenti e li considera un driver importante di crescita delle proprie aziende in portafoglio. In particolare, il miglioramento della governance aziendale è un aspetto chiave nell'evoluzione delle PMI, che Wise persegue aiutando le aziende a crescere anche dal punto di vista manageriale.

Wise è controllata dal proprio management ed ha in gestione due fondi: Wisequity II, con una dotazione di €170 milioni nella sua fase di disinvestimento, e Wisequity III, con una dotazione di oltre €180 milioni nella fase conclusiva del suo periodo di investimento. Nell'ultimo trimestre 2015 Wise inizierà la raccolta di Wisequity IV con un target di €200 milioni.

## SOMMARIO

Introduzione	8
<b>1. L'investimento sostenibile e responsabile nel settore del private equity</b>	
1.1 Che cos'è l'investimento sostenibile e responsabile	10
1.2. Le dimensioni del mercato	12
1.2.1. A livello mondiale	12
1.2.2. A livello europeo	12
1.2.3. In Italia	13
1.2.4. SRI e private equity: cresce l'attenzione della comunità finanziaria	14
<b>2. Perché investire responsabilmente in private equity</b>	
2.1 Ridurre i rischi e creare valore	18
2.2 Rispondere alle esigenze degli investitori	18
2.3 Adeguarsi al quadro normativo	23
<b>3. Posizionarsi rispetto agli investimenti sostenibili</b>	
3.1 Dotarsi di una policy SRI	26
3.2 Verso un approccio sostenibile e responsabile: suggerimenti per gestori di fondi di private equity	28
3.2.1. Acquisire competenze sui temi ambientali, sociali e di governance	28
3.2.2. Esplicitare obiettivi e impegni sulle questioni di sostenibilità	29
3.2.3. Valorizzare l'approccio ESG nella relazione con le imprese	29
<b>4. L'integrazione dei criteri ESG nel processo di investimento</b>	
4.1 Come rispondere alle esigenze di sostenibilità degli investitori	32
4.2 La due diligence su aspetti ambientali, sociali e di buon governo	35
4.3 Exit e rendicontazione	38

## INTRODUZIONE

Gli operatori del mercato finanziario globale stanno guardando all'investimento sostenibile e responsabile con crescente attenzione ed interesse: secondo l'ultimo rapporto della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), il mercato degli investimenti sostenibili (vale a dire, attenti anche agli aspetti sociali, ambientali e di buon governo) è passato da 13.300 miliardi di dollari a inizio 2012 a 21.400 miliardi a inizio 2014<sup>1</sup>.

In linea con il trend globale ed europeo, anche in Italia l'SRI (acronimo dall'inglese *Sustainable Responsible Investment*) sta conoscendo una fase di crescita, spinta soprattutto dall'attenzione di alcuni investitori istituzionali; ciò nonostante, le dimensioni del mercato restano ancora ridotte.

L'SRI stenta infatti ad affermarsi nel nostro Paese non solo per ragioni di ordine culturale (scarsa conoscenza, pregiudizi negativi diffusi...) ma anche perché tipicamente si realizza secondo modalità che mal si adattano al nostro sistema economico, caratterizzato – rispetto ad altri mercati europei – da investitori istituzionali di dimensioni limitate, da un numero ridotto di società quotate, da poche società di gestione di grandi dimensioni e da scarsa innovazione di prodotto/processo.

Considerata la necessità più che mai attuale di un rilancio dell'economia nazionale, l'SRI può ricoprire un ruolo fondamentale, sostenendo le imprese che – grazie alla propria innovatività e all'attenzione agli aspetti ambientali, sociali e di buon governo (o ESG, dall'inglese *Environmental, Social and Governance*) – sapranno creare valore a lungo termine per la comunità nazionale e rispondere al meglio alle problematiche e alle opportunità future.

Pertanto, la sfida è quella di trovare la strada per adattare l'investimento sostenibile e responsabile al particolare contesto italiano, rivolgendosi anzitutto al panorama delle società non quotate, soprattutto a quelle di piccole e medie dimensioni.

Per tali ragioni, il Forum per la Finanza Sostenibile e AIFI hanno ritenuto opportuno approfondire il tema dell'integrazione degli aspetti ambientali, sociali e di governance nei processi di investimento in private equity.

1. <http://bit.ly/1AGR4BH> (consultato il 24 settembre 2015).



1

**L'investimento sostenibile  
e responsabile  
nel settore del private equity**

## 1.1 CHE COS'È L'INVESTIMENTO SOSTENIBILE E RESPONSABILE

Per “investimento sostenibile e responsabile” (o SRI) s'intende “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”<sup>2</sup>.



Fonte: <http://investiresponsabilmente.it>

2. Definizione elaborata dal Forum per la Finanza Sostenibile, a partire da un processo di consultazione con il coinvolgimento dei propri Soci e, più in generale, dei principali attori della finanza sostenibile in Italia, che ha visto la costituzione di un gruppo di lavoro ad hoc, i cui lavori si sono svolti tra il 2013 e il 2014.



Qui di seguito riportiamo le sei strategie presenti nel mercato italiano:



### Esclusioni

Approccio che prevede l'esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall'universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. Tra i criteri più utilizzati: le armi, la pornografia, il tabacco, i test su animali.



### Convenzioni internazionali

Selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali. Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR). Ne sono esempi: il Global Compact, le Linee Guida dell'OCSE sulle multinazionali, le Convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro.



### Best in class

Approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all'interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.



### Investimenti tematici

Approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi. Alcuni esempi: i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, la salute.



### Engagement

Attività che si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentare il grado di trasparenza.



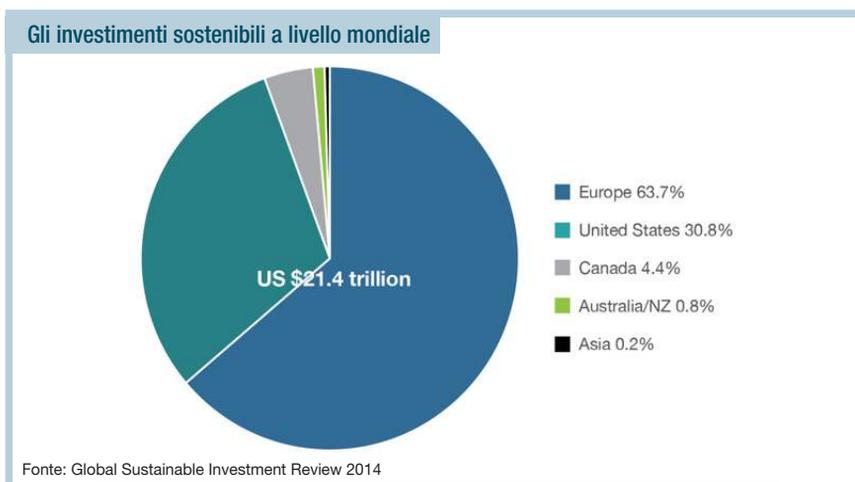
### Impact investing

Investimenti in imprese, organizzazioni o fondi con l'intenzione di realizzare un impatto ambientale e/o sociale positivo, assieme ad un ritorno finanziario. Può essere realizzato sia in Paesi emergenti sia sviluppati. Alcuni esempi: investimenti in microfinanza, social housing, energie rinnovabili.

## 1.2. LE DIMENSIONI DEL MERCATO

### 1.2.1. A livello mondiale

Secondo l'ultimo rapporto della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA)<sup>3</sup>, il mercato degli investimenti sostenibili è cresciuto sia in termini assoluti, passando da 13.300 miliardi di dollari a inizio 2012 a 21.400 miliardi a inizio 2014, sia in termini relativi: a inizio 2014, la percentuale degli asset gestiti secondo criteri di sostenibilità è pari al 30,2% del totale, contro il 21,5% registrato a inizio 2012. Gli investimenti sostenibili si concentrano soprattutto in Europa (63,7%), ma il tasso di crescita più alto si riferisce agli Stati Uniti, dove le masse gestite secondo criteri SRI sono passate dal 28,2% nel 2012 al 30,8% a inizio 2014.



### 1.2.2. A livello europeo

L'edizione 2014 dell'*European SRI Study* di Eurosif<sup>4</sup> fotografa una situazione di crescita a doppia cifra per tutte le strategie di investimento sostenibile tra il 2011 e il 2013, con un progresso più marcato rispetto a quello del mercato europeo del risparmio gestito.

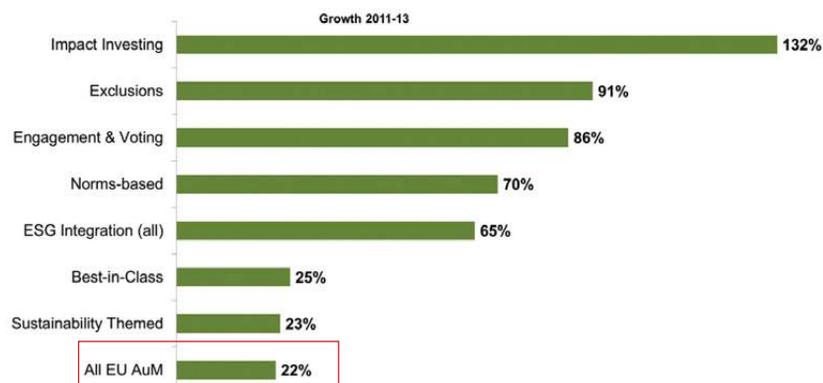
In Europa le esclusioni rappresentano ben il 41% delle masse gestite complessive, pari a circa 6.900 miliardi di euro, mentre gli investimenti ad alto impatto sociale (come microcredito o social housing), pur essendo i meno rilevanti in termini di asset, hanno registrato il tasso di crescita più alto negli ultimi due anni monitorati (+132%), raggiungendo i 20 miliardi di euro.

3. <http://bit.ly/1AGR4BH> (consultato il 24 settembre 2015).

4. <http://bit.ly/1RRAF4Z> (consultato il 24 settembre 2015).

## Lo sviluppo degli investimenti sostenibili in Europa

In € million (EU 13)	2011	2013	CAGR 2011 - 2013	Growth 2011-13
Sustainability Themed	€ 48,046	€ 58,961	10,8%	22,6%
Best-in-Class	€ 283,081	€ 353,555	11,8%	24,9%
Norms-based Screening	€ 2,132,394	€ 3,633,794	30,5%	70,4%
Exclusions	€ 3,584,498	€ 6,853,954	38,3%	91,2%
ESG Integration (incl. research available)	€ 3,164,066	€ 5,232,120	28,6%	65,4%
Engagement and Voting	€ 1,762,687	€ 3,275,930	36,3%	85,8%
Impact Investing	€ 8,750	€ 20,269	52,2%	131,6%
EU Industry (EFAMA est.)	€ 13,800,000	€ 16,800,000		21,7%

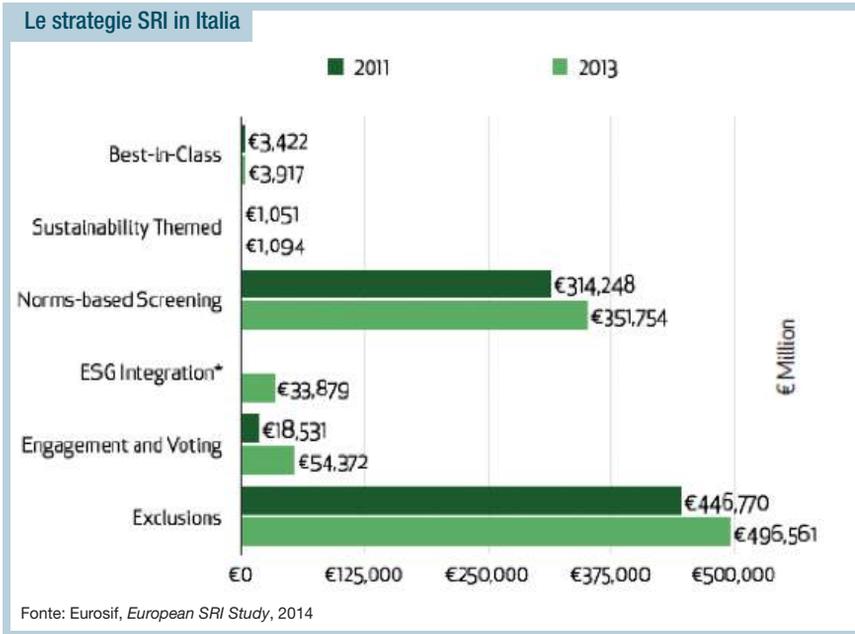


Fonte: Eurosif, *European SRI Study*, 2014

### 1.2.3. In Italia

Il mercato SRI italiano sperimenta una crescita moderata ma costante, concentrata sulle strategie più classiche: esclusioni e convenzioni internazionali. I dati mostrano inoltre una crescente applicazione della pratica dell'engagement.

Il contesto italiano è ad oggi dominato dagli investitori istituzionali, che rappresentano più del 90% del mercato; un particolare interesse verso l'SRI è dimostrato soprattutto dai fondi pensione e dalle imprese assicuratrici, che con l'investimento responsabile hanno in comune l'orizzonte di lungo periodo e – nel quadro del dovere fiduciario verso gli aderenti – una gestione responsabile dei rischi e delle opportunità connesse agli investimenti.



#### 1.2.4. SRI e private equity: cresce l'attenzione della comunità finanziaria

Come dimostrano i risultati delle ricerche sopra citati, l'investimento sostenibile è in crescita; inoltre, l'SRI ha conosciuto una progressiva sofisticazione degli approcci che l'ha reso una strategia applicabile in modo trasversale a tutte le asset class, dalle più tradizionali public equity e obbligazioni fino al settore immobiliare e al private equity.

In particolare, per quanto riguarda il private equity, negli ultimi anni si riscontra un'attenzione crescente da parte della stampa specializzata e del mondo accademico<sup>5</sup>. Viene infatti sottolineato come l'investimento sostenibile sia coerente con le logiche di investimento di medio-lungo periodo tipiche dei fondi di private equity e con l'obiettivo di valorizzazione delle società in portafoglio. Inoltre, l'orientamento all'SRI permette di allineare gli investimenti in private equity alle richieste degli investitori istituzionali, sempre più sensibili agli aspetti socio-ambientali.

Nel prossimo paragrafo approfondiremo i vantaggi dell'integrazione dei temi ESG nell'attività di investimento, evidenziati sia dai più recenti articoli e studi sul tema sia dalle testimonianze degli operatori del settore attivi in Italia, che hanno preso parte alla stesura di questa pubblicazione.

5. Quello che segue è un elenco che, naturalmente, non ha pretese di esaustività. In particolare, vengono citate le pubblicazioni intercettate tramite il monitoraggio e la rassegna stampa settimanale del Forum per la Finanza Sostenibile.



**Numero speciale - Responsible Investor** (aprile 2015):  
<http://bit.ly/1W28CWf>

**Contenuti:** il numero contiene approfondimenti sul punto di vista degli investitori rispetto al private equity sostenibile; su come gestire rischi e opportunità ESG; su esempi di best practice nel Regno Unito e in Sudafrica.



**Investment & Pensions Europe** (febbraio 2015):  
<http://bit.ly/1kjFn0n>

**Contenuti:** l'articolo presenta i risultati di uno studio PwC pubblicato nel 2015 (cfr. sezione "studi e ricerche" qui sotto).



**Institutional Investor** (novembre 2014):  
<http://bit.ly/100m8qL>

**Contenuti:** l'articolo sottolinea le crescenti pressioni degli investitori sui gestori per una maggior integrazione degli aspetti ESG negli investimenti in private equity, con riferimento all'ESG *Disclosure Framework for Private Equity*, pubblicato a marzo 2013.

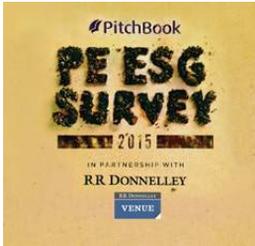
## Studi e ricerche



**Bridging the gap:**  
Aligning the Responsible Investment  
interests of Limited Partners and  
General Partners

**PwC 2015:**  
<http://pwc.to/1Gegdu1>

**Contenuti:** lo studio mostra come vi sia un interesse crescente da parte degli investitori nei confronti degli investimenti sostenibili; inoltre, sottolinea la necessità di una miglior comprensione tra investitori e gestori e di una maggior valorizzazione dell'SRI applicato al settore del private equity.



### PitchBook 2015

<http://bit.ly/1zI9AFH>

**Contenuti:** lo studio, alla sua terza edizione, tratta temi quali le principali sfide da affrontare nell'implementazione di programmi ESG e le esigenze degli investitori.



### Coller Institute of Private Equity (London Business School) Cornelli, Ioannou e Zhang 2015

<http://bit.ly/1kjG6hX>

**Contenuti:** la ricerca rileva come i temi ESG siano presi in considerazione non solo in termini di risk management, ma anche dal punto di vista della creazione di valore, soprattutto nel lungo periodo.



### Malk Sustainability Partners 2015

<http://bit.ly/1GegvRB>



**Contenuti:** l'indagine mette in rilievo l'emergenza di un nuovo paradigma all'interno del private equity "sostenibile": l'integrazione degli aspetti ESG, infatti, non è più concepita come una risposta alle richieste degli investitori, ma anzitutto come uno strumento per accrescere il valore del portafoglio.

A photograph of a sun-dappled forest path. The path is paved and leads into a dense forest of tall trees. Sunlight filters through the canopy, creating bright rays and dappled shadows on the ground. A large, white number '2' is overlaid in the center of the image.

2

## Perché investire responsabilmente in private equity

## 2.1 RIDURRE I RISCHI E CREARE VALORE

La prima ragione per integrare i temi ambientali, sociali e di buon governo societario nelle scelte di investimento fa riferimento alla riduzione dei rischi e alla creazione di valore.

In effetti, occorre sottolineare che gli aspetti ESG non rappresentano una sfera d'azione separata rispetto al business dell'azienda. Al contrario: la gestione del rischio nel suo complesso, da un lato, e la capacità di cogliere le opportunità di mercato e di crescita, dall'altro, non possono prescindere da un'analisi degli elementi ambientali, sociali e di governance. Per esempio, il fatto di ridurre gli sprechi d'acqua e l'inquinamento può tradursi in un risparmio immediato, evitando multe e abbassando i costi di gestione.

Una delle sfide che i fondi di private equity orientati all'SRI devono affrontare consiste nel fatto di non limitarsi alla strategia delle esclusioni, di tipo "difensivo", volta a proteggere la reputazione. L'SRI può infatti concorrere non solo alla riduzione dei rischi ma, più in generale, alla creazione di valore – che nel settore del private equity si traduce in una migliore capacità di vendere l'impresa a operatori industriali o finanziari che ne apprezzino il posizionamento strategico.

Rispetto alle grandi società quotate, le imprese non quotate tendono a fornire meno informazioni sulle dimensioni sociali, ambientali e di governance della loro attività; pertanto, il fatto di includere un'analisi di sostenibilità nelle decisioni di investimento può consentire di mettere in luce elementi diversamente non catturabili, garantendo così una maggior completezza delle analisi e una maggior efficacia degli interventi sulle aziende inserite in portafoglio.

## 2.2 RISPONDERE ALLE ESIGENZE DEGLI INVESTITORI

Un altro motivo per orientarsi verso strategie di investimento sostenibile e responsabile nel settore del private equity fa riferimento alle aspettative ed esigenze degli investitori (Limited Partners).

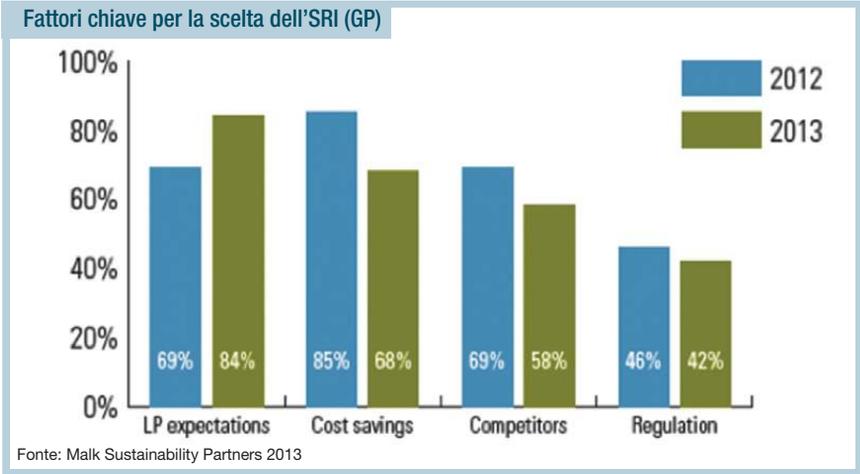
Per esempio, secondo lo studio pubblicato da Malk Sustainability Partners nel 2013<sup>6</sup>, l'84% dei gestori di fondi di private equity (General Partners o GP) motiva la scelta di adottare politiche di investimento sostenibile a partire dalle aspettative dei Limited Partners (LP).

6. La ricerca condotta da Malk Sustainability Partners si basa su interviste a 19 gestori di fondi di private equity (General Partners) e 12 investitori (Limited Partners) che investono in private equity.

I GP e LP che hanno partecipato all'indagine avevano sede negli Stati Uniti, Europa e Medio Oriente.

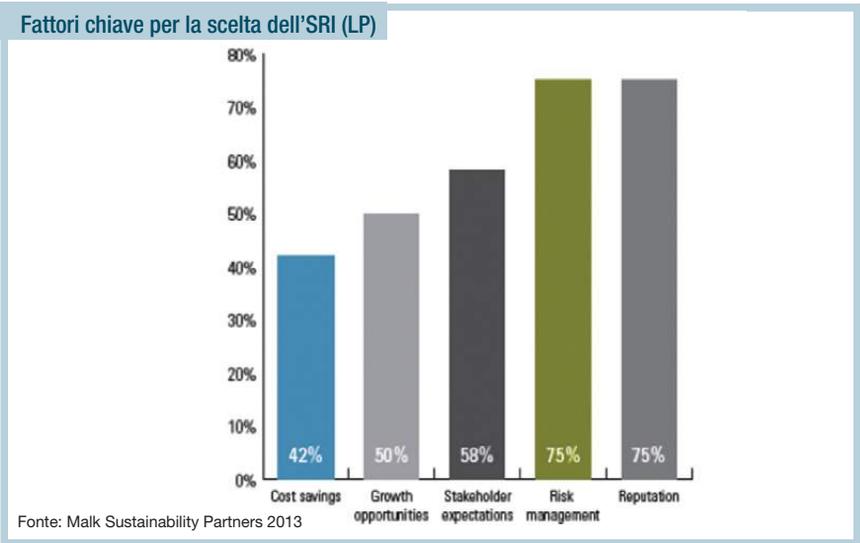
Il report completo può essere consultato e scaricato gratuitamente dal sito [www.malksp.com](http://www.malksp.com):

<http://bit.ly/1GmnNCz> (consultato il 24 settembre 2015).



L'attenzione dei LP nei confronti degli aspetti ambientali, sociali e di governance è infatti in aumento: il 75% dei LP afferma di prendere in considerazione i criteri ESG nella selezione del proprio gestore. Inoltre, se da un lato l'attenzione dei LP nei confronti dei temi ESG è effettivamente aumentata, dall'altro tale attitudine risulta anche percepita in modo più evidente da parte dei GP.

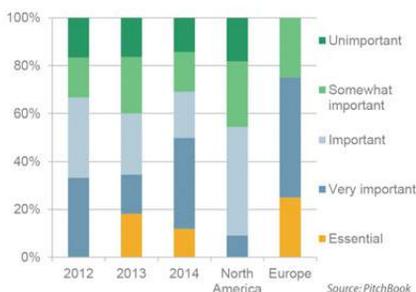
Per quanto riguarda i fattori che spingono gli investitori all'adozione di strategie di investimento sostenibile, vanno citati anzitutto la gestione dei rischi (75%) e la reputazione (75%).



Anche lo studio PitchBook 2015<sup>7</sup> rileva che i LP prestano sempre più attenzione ai temi ESG. Il 69% dei partecipanti al sondaggio ha infatti dichiarato di ritenere gli aspetti ESG importanti o addirittura essenziali. L'interesse per tali temi è in crescita, soprattutto negli Stati Uniti, dove la percentuale dei LP che ha dichiarato di prestare un'attenzione crescente ai criteri ESG è passata dal 57% nel 2013 all'80% nel 2014.

### L'importanza dei criteri ESG per i LP

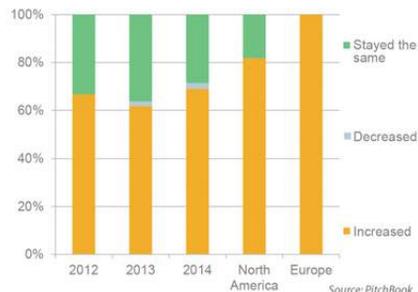
LP Q1: How important are ESG issues when evaluating a GP and deciding to commit to a fund?



Fonte: PitchBook 2015

Source: PitchBook

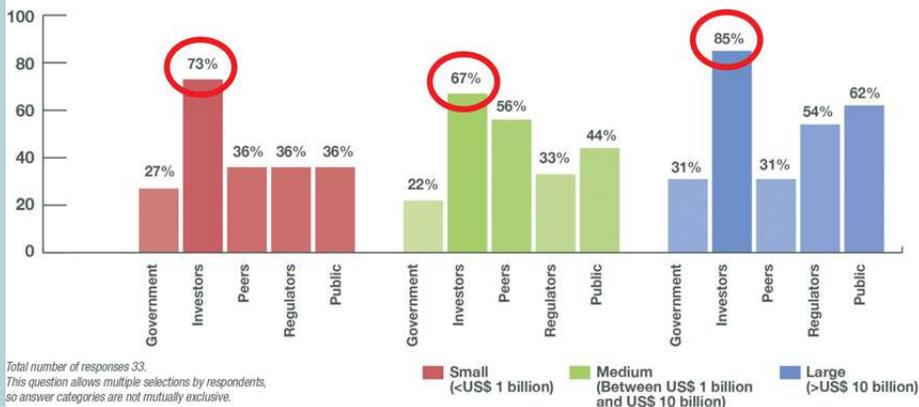
LP Q2: How has your focus on ESG issues changed in the last three years?



Source: PitchBook

Secondo uno studio condotto da Francesca Cornelli, Ioannis Ioannou e Thomas Zhang (2015) del Coller Institute of Private Equity<sup>8</sup>, le pressioni esercitate dai LP sui GP per l'integrazione dei criteri ESG risultano particolarmente forti nei confronti dei gestori di grandi dimensioni.

### Fonti di pressione sui GP per l'adozione di policy ESG



Total number of responses 33.

This question allows multiple selections by respondents, so answer categories are not mutually exclusive.

Fonte: Cornelli, Ioannou e Zhang 2015

Anche la collocazione geografica del gestore influisce sulle pressioni dei LP: queste ultime, infatti, risultano maggiori nei confronti dei GP con un'attività di investimento in Europa. Al contrario, i gestori con sede nelle aree geografiche del Medio-Oriente, del Nordafrica e dell'America Latina ne sono meno soggetti (Cornelli, Ioannou e Zhang 2015).

7. La maggior parte dei GP e LP inseriti nel campione di riferimento ha sede negli Stati Uniti (45) e in Europa (21). Solo un gestore ha sede in Asia. Il report completo è scaricabile al seguente indirizzo:

[http://pitchbook.com/2015\\_PE\\_ESG\\_Survey\\_Report.html](http://pitchbook.com/2015_PE_ESG_Survey_Report.html) (consultato il 24 settembre 2015).

8. Il campione di riferimento è composto da 43 GP di diverse dimensioni. Il report completo è disponibile all'indirizzo:

<http://www.collierinstitute.com/Research/Paper/281> (consultato il 24 settembre 2015).

## L'adozione dei criteri ESG da parte degli investitori previdenziali italiani



Qual è il posizionamento degli investitori previdenziali italiani rispetto all'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nelle politiche di investimento?

Dalle analisi condotte da Mefop su dati PrevilDATA, tra i Piani individuali pensionistici (Pip) e i Fondi pensione aperti (Fpa) risulta predominante l'applicazione di criteri positivi e negativi; mentre tra i Fondi pensione chiusi (Fpc) prevale l'adozione di benchmark ESG.

Strategie di investimento	Fpc	Fpa	Pip	Totale
controllo ex post	4	7	-	11
benchmark Esg	4	-	-	4
criteri positivi e negativi	2	9	14	25
criteri positivi e negativi, benchmark Esg	3	1	-	4
engagement	1	-	-	1
<b>Totale</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>45</b>

Fonte: elaborazioni Mefop su dati PrevilDATA<sup>9</sup>

Per quanto concerne le modalità di investimento, dalle analisi di Mefop emerge che l'approccio parziale (parte del patrimonio di uno o più comparti) è prevalente tra i Fpc. In particolare, l'adozione dei criteri SRI riguarda la componente azionaria, sulla base di benchmark specializzati. Tra i Fpa, si osserva un'equidistribuzione tra fondi che hanno previsto un'apposita linea dedicata e fondi che hanno adottato un approccio totale.

Tra i Pip, invece, prevale l'approccio totale.

9. Il numero dei Fpa (17) è maggiore rispetto a quello complessivo dei fondi che applicano criteri ESG (pari a 16) perché 1 Fpa, applicando criteri diversi sui comparti offerti, è conteggiato due volte. Al netto di questa duplicazione il numero dei fondi è pari comunque a 16. Conseguentemente anche il valore totale (45) supera di 1 unità quello effettivo (44).

Modalità di investimento	Fpc	Fpa	Pip	Totale
parte del patrimonio di uno o più comparti	8	-	-	8
il patrimonio di un comparto	1	4	2	7
il patrimonio di più comparti (tranne il garantito)	1	-	-	1
il patrimonio di tutti i comparti	-	5	12	17
<b>Totale</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>33</b>

Fonte: elaborazioni Mefop su dati Previ/DATA

In una valutazione complessiva dei rischi e benefici dei due approcci (totale vs parziale), occorre sottolineare che l'approccio parziale può compromettere la credibilità dell'iniziativa: l'orientamento verso strategie SRI può infatti essere percepito come mera operazione di marketing. L'approccio totale, invece, garantisce una maggior coerenza delle politiche di investimento adottate.

Sebbene l'adozione di stili gestionali ESG resti limitata, è probabile che gli investitori previdenziali italiani saranno spinti (dai propri aderenti e, in generale, dalle evoluzioni del mercato europeo) a introdurre o a rafforzare le politiche di investimento sostenibile.

### Rispondere alle nuove esigenze della domanda: l'esperienza di Assietta Private Equity ("APE") SGR



APE gestisce fondi di investimento dedicati all'acquisizione di maggioranze in PMI del Nord Italia, con un fatturato fino a 30 milioni di euro. Il nuovo fondo APE III ha terminato la raccolta di 48 milioni di euro nel luglio 2015, sottoscritti solo da investitori italiani (di cui circa la metà istituzionali e banche, mentre il restante 50% family office, aziende e persone fisiche).

Sebbene l'ambito di azione di APE sia ancora caratterizzato da un basso livello di conoscenza e consapevolezza rispetto agli investimenti sostenibili, recentemente la SGR ha riscontrato un certo interesse da parte degli investitori su questi aspetti. Negli ultimi mesi, infatti, alcuni investitori istituzionali italiani hanno avanzato richieste specifiche rispetto a tematiche SRI: in particolare, il 4% degli investitori di APE III (rappresentanti il 18% del commitment) ha chiesto di escludere alcuni settori dall'universo investibile (tabacco; armi, ordigni e munizioni di qualsiasi tipo; gioco d'azzardo; pornografia e pellicce). In un solo caso APE SGR non ha dato corso a una richiesta di esclusione (probabilmente legata ad esigenze di

“*sharia compliance*”), ritenendo che il settore di riferimento (vino e altre bevande alcoliche) rappresentasse una delle eccellenze italiane, focus delle attività del fondo. Sempre rispetto alle esclusioni, APE rileva alcune confusioni tra strategie SRI e rispetto degli obblighi di legge: per esempio, un investitore ha chiesto di escludere il settore della pedopornografia, già esplicitamente proibito dalla legge italiana.

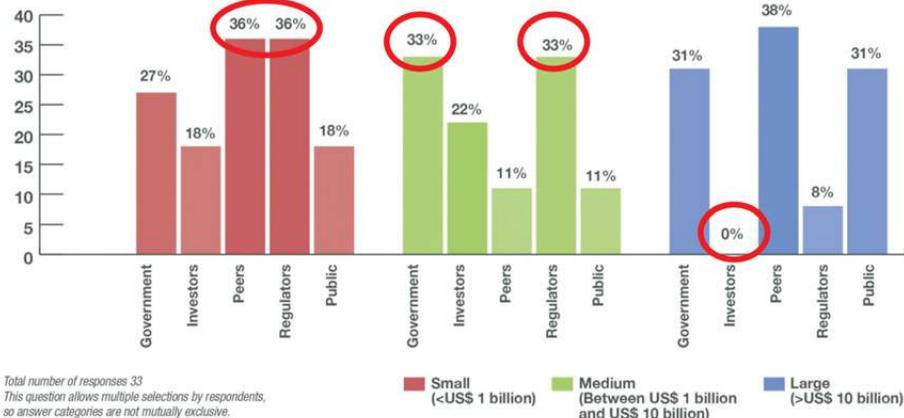
Tuttavia, per quanto riguarda le questioni di sostenibilità, APE SGR non si limita a rispondere alle richieste degli investitori. Le aziende target sono caratterizzate da proprietà e gestione familiare, da ridotti livelli di trasparenza informativa e da una limitata attenzione per le tematiche ambientali. Gli sforzi della SGR sono volti anzitutto a promuovere scelte di buon governo societario nelle partecipate: per esempio, attraverso la creazione di funzioni di controllo di gestione e la certificazione dei bilanci. Inoltre, APE SGR commissiona due diligence su aspetti ambientali e incoraggia le imprese partecipate a valutare investimenti con impatto positivo sull'ambiente.

## 2.3 ADEGUARSI AL QUADRO NORMATIVO

Il quadro normativo rappresenta un importante incentivo all'adozione di politiche di investimento sostenibile.

In futuro, ci si aspetta che siano anzitutto i governi e i regolatori a esercitare pressione per l'integrazione di criteri ESG, soprattutto in Europa (si pensi, per esempio, alla recente approvazione della Direttiva europea sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie, in fase di recepimento nei Paesi dell'Unione) e nelle regioni dell'Asia e del Pacifico. In particolare, la Cina si è orientata verso una maggiore regolamentazione delle problematiche ambientali (Cornelli, Ioannou e Zhang 2015).

### Fonti di future pressioni sui GP per l'adozione di policy ESG







3

**Posizionarsi rispetto  
agli investimenti sostenibili**

### 3.1 DOTARSI DI UNA POLICY SRI

L'adozione di una policy SRI rappresenta il primo passo per ogni gestore che voglia orientarsi verso una strategia di investimento sostenibile e responsabile, e comporta una serie di vantaggi:

- **posizionamento** rispetto agli investitori e alle aziende partecipate;
- **consapevolezza** rispetto all'importanza dei temi ESG, sia all'interno della SGR sia negli altri soggetti coinvolti (investitori, aziende...);
- **visibilità**, soprattutto se l'adozione della policy implica anche la sottoscrizione di iniziative internazionali (cfr. box *SRI e private equity | Iniziative internazionali*);
- **trasparenza**, poiché spesso una politica di investimento sostenibile comporta anche l'obbligo o l'incentivo a rendicontare i risultati raggiunti rispetto ai temi ambientali, sociali e di governance.

Le politiche di investimento adottate dai diversi gestori possono variare sensibilmente le une dalle altre, a seconda dei livelli di ambizione: mentre alcune policy impegnano la SGR a introdurre nuove pratiche relative agli aspetti ESG; altre si limitano a valorizzare quelle già presenti.

Le politiche di investimento sostenibile che implicano la valorizzazione di pratiche esistenti possono rivelarsi particolarmente adatte al caso dei piccoli gestori di fondi di private equity, che spesso non dispongono delle risorse necessarie per dotarsi di personale esperto di questioni ambientali, sociali e di governance, da destinare interamente all'analisi di tali aspetti. Per le piccole SGR, infatti, l'introduzione di una politica di investimento sostenibile e responsabile ambiziosa può comportare una eccessiva complessità sul piano gestionale.

Per quanto riguarda le modalità di attuazione della policy SRI, occorre sottolineare che – in linea generale – si può optare per una procedura di audit sull'insieme delle imprese in portafoglio oppure limitarsi all'integrazione dei criteri ESG per gli investimenti successivi all'introduzione della policy stessa: in questo secondo caso, la politica SRI non si applicherà retroattivamente agli investimenti già in essere.

#### L'introduzione di una policy SRI in PAI Partners



PAI gestisce fondi di investimento in private equity per un patrimonio complessivo di 7.9 miliardi di euro. Attraverso operazioni di leveraged buy out, PAI investe in società europee attive nei seguenti settori: servizi alle imprese, industria alimentare, società industriali, sanità, commercio al dettaglio e distribuzione.

Il processo di integrazione dei fattori ESG all'interno della politica di investimento di PAI Partners è stato strutturato in tre fasi principali: nella prima fase, PAI ha assunto un impegno formale in materia di investimento responsabile, adottando nel 2010 i Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite (UN PRI). Nella seconda fase (dal 2011 al 2013), PAI ha messo in pratica l'impegno assunto, integrando le dimensioni ESG nella

propria attività. In particolare, ha condotto audit ESG su tutte le imprese in portafoglio e istituito il *Sustainability Club*, un seminario semestrale rivolto a tutti i direttori CSR e Sviluppo Sostenibile delle società partecipate, ormai giunto alla sua ottava edizione. Nel 2013, inoltre, PAI si è dotato di un team specifico per l'SRI. L'attuazione della policy di sostenibilità è culminata a inizio 2014 con l'introduzione di procedure formali che integrano gli aspetti ambientali, sociali e di governance nelle diverse fasi del processo di investimento (pre e post acquisizione, fino alla Exit) e nella gestione delle partecipazioni. Nel 2014, PAI ha deciso di divulgare i risultati dell'impegno profuso nell'ambito dell'SRI, pubblicando il primo rapporto di sostenibilità.

Nell'ultimo fondo lanciato da PAI, numerosi investitori hanno inserito clausole legate ai temi ESG. Inoltre, alcuni di essi hanno richiesto un report annuale con indicatori specifici sugli aspetti di sostenibilità. Nell'esperienza di PAI, le richieste degli investitori sono state fondamentali nel processo di strutturazione e sviluppo degli investimenti sostenibili.

Un ulteriore elemento che ha contribuito all'introduzione di una politica di investimento SRI fa riferimento al quadro giuridico e normativo. L'approvazione in Francia della legge 224 (Grenelle II) nel 2012 – legge che obbliga i gestori di fondi di investimento a rendicontare sulla politica SRI adottata – ha infatti spinto PAI a rendere pubbliche maggiori informazioni sulla sua strategia ESG.

### Un approccio concreto all'SRI: l'esperienza di Wise SGR



Wise SGR è una società di gestione di fondi di private equity che investe in PMI italiane. La dimensione tipica di un fondo di investimento gestito da Wise non supera i 200 milioni di Euro.

La struttura organizzativa di una SGR delle dimensioni di Wise difficilmente può contare su funzioni dedicate esclusivamente agli aspetti ESG. Ciò nonostante, tali tematiche sono fortemente interrelate con l'analisi, gestione e monitoraggio degli investimenti e sono, da sempre, tenute in gran conto nelle politiche di investimento di Wise.

La *Governance* rappresenta un elemento critico in aziende di piccole-medie dimensioni, spesso a conduzione familiare. Uno dei principali obiettivi di Wise consiste nel rendere i modelli di gestione più professionali, grazie anche all'introduzione di manager esterni alla famiglia. Inoltre, l'azione di Wise mira a rendere più trasparenti i bilanci aziendali, spesso inficiati da politiche di bilancio non sempre cristalline, che purtroppo sono causa di diffidenza nei confronti delle PMI italiane, soprattutto da parte degli investitori stranieri.

Gli aspetti *Environmental* e *Social* sono altrettanto importanti, in particolare nella conduzione delle due diligence sulle potenziali aziende target e nelle azioni successive all'acquisizione, volte a rendere l'azienda più sostenibile, aumentandone così il valore.

Con lo scopo di dare ai sottoscrittori una più immediata rappresentazione dell'attenzione ai temi ESG, Wise ha inserito nel proprio regolamento di gestione alcuni divieti di investimento

settoriali; inoltre, ha esplicitato nelle proprie procedure di due diligence le linee guida da seguire rispetto ai temi ambientali, sociali e di governance.

È probabile, in ogni caso, che tali pratiche di buona gestione, già attuate nella sostanza, vengano sempre più esplicitate nella forma, attraverso report destinati principalmente ai sottoscrittori. Questi ultimi, a loro volta, hanno incrementato sensibilmente il peso degli elementi ESG nelle proprie politiche di investimento.

## 3.2 VERSO UN APPROCCIO SOSTENIBILE E RESPONSABILE: SUGGERIMENTI PER GESTORI DI FONDI DI PRIVATE EQUITY

### 3.2.1. Acquisire competenze sui temi ambientali, sociali e di governance

Nel processo di integrazione degli aspetti ambientali, sociali e di governance negli investimenti, la motivazione e le competenze ESG dei manager e, in generale, del personale della SGR sono di fondamentale importanza. Pertanto, si consiglia di assicurare un certo livello di competenza sui temi di sostenibilità o, in alternativa, di allocare le risorse necessarie per potersi rivolgere a consulenti esterni.

Il fatto di rafforzare le competenze interne alla SGR non implica necessariamente l'istituzione di un "team ESG", composto da persone che si dedicheranno soltanto agli aspetti ambientali, sociali e di governance. La dirigenza e i dipendenti possono essere formati attraverso corsi, workshop e/o eventi e seminari di approfondimento; per chi volesse muoversi in autonomia, alcuni testi di riferimento sono elencati nell'Appendice del presente manuale (cfr. anche §1.2.4).

Per quanto riguarda l'aspetto economico, il processo di formazione sui temi ESG comporta indubbiamente delle spese aggiuntive che, però, avranno un impatto maggiore nella fase iniziale, mentre potranno ridursi notevolmente in seguito.

Di fronte a eventuali resistenze rispetto all'introduzione o al rafforzamento della politica SRI, si suggerisce di evidenziarne gli effetti positivi, soprattutto in termini di riduzione dei rischi (anche reputazionali) e creazione di valore. Inoltre, l'attenzione alla sostenibilità può costituire un elemento distintivo in grado di caratterizzare e fare emergere il gestore rispetto ai concorrenti.

### Pillole dal mondo

Gli aspetti ambientali, sociali e di buon governo sono gestiti da Apex Partners attraverso un *Sustainability Committee* composto da sei membri che ricoprono diverse funzioni all'interno della società. Il comitato si riunisce con cadenza mensile ed esamina le questioni relative alla sostenibilità di Apex, sia interne sia esterne (relative alle società in portafoglio). Le politiche di sostenibilità sono poi messe in pratica dal team di investimento della SGR.

Fonte: <http://bit.ly/1GOVXtq>



### 3.2.2. Esplicitare obiettivi e impegni sulle questioni di sostenibilità

Un gestore di fondi di private equity che si orienti verso politiche di investimento sostenibile e responsabile può trovarsi a coesistere, all'interno di una stessa impresa, con investitori che non mostrano la stessa attenzione nei confronti degli aspetti ESG.

Pertanto, fin dalle prime fasi del processo di investimento, è importante che la SGR espliciti sia ai sottoscrittori sia alla società partecipata gli obiettivi che si prefigge e gli impegni che assume. Questi ultimi devono essere definiti tenendo conto delle caratteristiche peculiari della partecipazione e, in particolare, del suo carattere di maggioranza o di minoranza.

Tuttavia, bisogna rilevare che non necessariamente una diversità di approcci tra gli investitori di una stessa impresa dà origine a conflitti o tensioni. Al contrario, il fatto che un gestore sia dotato di una politica SRI e, per esempio, rediga un report annuale sui temi ESG può – in alcuni casi – essere percepito come un vantaggio dagli altri investitori, in termini di risparmio di tempo-lavoro.

### 3.2.3. Valorizzare l'approccio ESG nella relazione con le imprese

Un altro consiglio utile per i gestori di fondi di private equity "sostenibili" è quello di valorizzare tale approccio nei confronti delle società da inserire o già inserite nel portafoglio di investimento. Sebbene alcune imprese possano mostrarsi restie a integrare gli aspetti ambientali, sociali e di governance all'interno della propria attività, la SGR può sottolineare il valore aggiunto di un orientamento SRI, anche rispetto all'impatto e alla qualità dell'intervento sulla partecipata. In effetti, dar prova di una maggior sensibilità rispetto ai temi ESG può rassicurare l'impresa circa l'intenzione di migliorarne le performance, in un'ottica *win-win*.

#### Pillole dal mondo

La SGR statunitense KKR pubblica sul proprio sito web l'elenco delle imprese presenti nel portafoglio premiate per l'attenzione agli aspetti sociali, ambientali e di governance: dal 2012 ad oggi sono in totale 24 le imprese premiate, con 60 riconoscimenti complessivamente.

Fonte: <http://bit.ly/1RRLY1O>







4

## L'integrazione dei criteri ESG nel processo di investimento

## 4.1 COME RISPONDERE ALLE ESIGENZE DI SOSTENIBILITÀ DEGLI INVESTITORI

Come già sottolineato, si registra un aumento delle pressioni degli investitori sui gestori di fondi di private equity per l'integrazione dei criteri ESG nei processi di investimento. Ora: come si può rispondere a questa "domanda di sostenibilità"? Anzitutto, bisogna sottolineare l'importanza di collaborare con gli investitori (LP) per conoscere le loro esigenze e concordare insieme gli obiettivi da raggiungere: una corretta comprensione delle aspettative dei LP e una definizione condivisa di che cosa s'intende per "integrazione degli aspetti ESG" rappresentano infatti un prerequisito essenziale per l'attuazione di politiche SRI efficaci.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali italiani, occorre tenere presente che il quadro normativo vigente consente investimenti nel settore del private equity da parte sia delle imprese assicuratrici sia dei fondi pensione, pur fissando dei limiti precisi all'allocazione delle risorse<sup>10</sup>.

Se gli investimenti in private equity restano marginali rispetto a quelli in aziende quotate e in titoli di stato, la ragione risiede anche nel fatto che – al di là dei limiti imposti dalla legge – gli investitori istituzionali italiani mostrano una certa cautela al riguardo, sia per insufficienti competenze interne sia per una certa diffidenza nei confronti di un settore percepito come rischioso e poco trasparente.

Il fatto di esplicitare l'orientamento sostenibile e responsabile della SGR può quindi costituire un elemento di rassicurazione e un vantaggio competitivo.

10. Per le imprese assicuratrici si faccia riferimento al regolamento IVASS n. 36/2011, mentre per i fondi pensione si rimanda al Decreto Ministeriale 166/2014.

### **Gli investitori istituzionali italiani e il private equity: il punto di vista dell'Istituto Nazionale di Previdenza dei Giornalisti Italiani**



Dal punto di vista dell'investitore, investimenti illiquidi come quelli nel settore del private equity comportano la necessità di operare scelte consapevoli nella selezione del gestore a cui affidare le proprie risorse per un periodo di tempo medio-lungo.

Negli investimenti tradizionali, le decisioni di investimento/disinvestimento sono facilitate dal supporto statistico di indicatori di rischio e di benchmark di riferimento, oltre che dalla liquidabilità nel breve termine. Per quanto riguarda gli investimenti nel settore del private equity, invece, è necessario comprendere esattamente come il gestore impiegherà i capitali a sua disposizione e quale sarà il perimetro d'investimento.

Per un investitore previdenziale, le maggiori preoccupazioni si concentrano sul rischio reputazionale del gestore che, a sua volta, può ripercuotersi su quello dell'investitore stesso.

Tali rischi sono difficilmente valutabili se rapportati al solo ritorno economico dell'investimento. Gli investitori previdenziali dovrebbero quindi introdurre procedure più strutturate per la gestione dei rischi, assicurando un corretto bilanciamento tra l'obiettivo di rendimento e la qualità e quantità delle informazioni che il gestore fornisce.

Si ritiene, in conclusione, che l'adozione di criteri socialmente responsabili da parte dei gestori – per quanto non di semplice attuazione né valutazione – sia ormai un processo inevitabile, non solo in una prospettiva di controllo del rischio (in risposta alle richieste degli investitori), ma anche per l'individuazione di opportunità di investimento così come per una gestione efficace della stessa SGR. Gli aspetti ESG hanno infatti un impatto in termini di valore dei portafogli e, di conseguenza, di valore per l'investitore finale.

Una scarsa attenzione alle questioni di sostenibilità può compromettere i risultati dei gestori già dalle prime fasi di raccolta, perché è probabile che gli investitori riterranno i temi ESG un elemento non più derogabile.

Con l'obiettivo di aiutare i gestori di fondi di private equity a identificare le modalità con cui rispondere alle esigenze di sostenibilità degli investitori, la *Guida per i General Partners dei Principles for Responsible Investment (PRI 2014)* suggerisce di:

- **Promuovere una cultura aziendale sui temi di sostenibilità**

sia attraverso l'acquisizione e il rafforzamento di competenze sugli aspetti ambientali, sociali e di governance, sia modificando il sistema di valutazione delle risorse umane, da associare al raggiungimento di obiettivi connessi con i temi ESG;

- **Integrare gli elementi ambientali, sociali e di governance nelle diverse fasi del processo di investimento**

a partire dallo screening iniziale, passando per la due diligence (cfr. § 4.2) e per l'inclusione dei temi ESG nei processi decisionali dei comitati di investimento, fino alla redazione di un accordo formale con gli investitori e di un memorandum con la società inserita in portafoglio che comprendano anche questioni di sostenibilità, per arrivare alla comunicazione e reportistica sui risultati raggiunti sotto il profilo ambientale, sociale e di governance (cfr. § 4.3);

- **Attingere dagli standard ed esperienze internazionali adattandoli alla propria SGR e al contesto in cui si opera**

poiché, senza sottovalutare l'utilità di procedure standardizzate, non esiste un unico metodo da applicare, valido per tutti i gestori e per tutti gli investimenti; è quindi necessario trovare un equilibrio tra standardizzazione e approccio personale.



### PRI (Principles for Responsible Investment)

I sei *Principles for Responsible Investment* (o PRI) sono stati elaborati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile.

L'adesione ai PRI comporta il rispetto e l'applicazione dei seguenti principi:

1. incorporare parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;
2. essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato;
3. esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;
4. promuovere l'accettazione e l'implementazione dei Principi nell'industria finanziaria;
5. collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi;
6. rendicontare periodicamente sulle attività e sui progressi compiuti nell'applicazione dei Principi.

L'iniziativa delle Nazioni Unite a supporto dei PRI si configura come un network di investitori che si impegnano a mettere in pratica i sei principi. I PRI includono anche uno specifico filone dedicato al settore del private equity.

Attualmente i firmatari dei PRI sono 1380 tra investitori, gestori e fornitori di servizi – 15 gli italiani (investitori, gestori e fornitori di servizi).

<http://www.unpri.org/>

### Private Equity Growth Capital Council

Il Private Equity Growth Capital Council, con sede a Washington DC, è un centro di advocacy, comunicazione e ricerca che ha l'obiettivo di sviluppare, analizzare e diffondere informazioni relative agli investimenti in private equity, sottolineandone il contributo per lo sviluppo dell'economia nazionale e globale.

Il centro ha elaborato delle linee guida per investimenti responsabili attraverso una collaborazione con investitori istituzionali e PRI.

<http://www.pegcc.org/>

### ILPA Private Equity Principles

Con l'obiettivo di migliorare l'impatto del settore del private equity su tutti i soggetti che vi prendono parte, e in particolare sulla cooperazione tra investitori e gestori, ILPA ha elaborato alcuni principi, incentrati sui temi dell'allineamento degli interessi, della governance e della trasparenza.

<http://ilpa.org/ilpa-private-equity-principles/>

## 4.2 LA DUE DILIGENCE SU ASPETTI AMBIENTALI, SOCIALI E DI BUON GOVERNO

Generalmente, la due diligence mira a:

1. identificare i rischi e le opportunità per l'impresa;
2. valutare la gestione dei rischi e delle opportunità all'interno dell'impresa;
3. elaborare strategie di intervento per migliorare la gestione dei rischi e delle opportunità.

Gli strumenti operativi utilizzati per lo svolgimento della due diligence sono questionari o *checklist*, in cui vengono presentate le aree aziendali da analizzare, le ispezioni da compiere, i documenti che saranno esaminati, le ricerche che verranno effettuate presso i pubblici uffici e le perizie di esperti esterni che saranno richieste.

Va specificato, però, che non sempre le *checklist* o i questionari sono sufficienti per comprendere la realtà delle imprese: può infatti rivelarsi necessario il contatto diretto per capire come vengono gestiti i processi aziendali nel concreto, soprattutto per quanto riguarda il caso di piccole aziende con procedure poco formalizzate.

Quali sono le principali differenze tra la due diligence ESG e la due diligence tradizionale? La due diligence su aspetti ambientali, sociali e di governance ha molte aree di sovrapposizione con quella tradizionale: alcune questioni di sostenibilità (soprattutto quelle relative agli aspetti sociali e di governance) sono normalmente incluse nelle procedure di due diligence, in quanto considerate essenziali per le decisioni di investimento.

Bisogna però notare che, rispetto alla due diligence tradizionale, l'orientamento ESG analizza rischi e opportunità di solito ignorati o trascurati e, pertanto, consente una migliore valutazione della situazione dell'impresa e delle sue potenzialità di miglioramento. Nel mercato italiano, le principali lacune riguardano i temi ambientali, raramente integrati nelle due diligence tradizionali – a eccezione di quelle analisi relative ad alcuni settori particolarmente a rischio (per esempio, il settore chimico).

Inoltre, nella due diligence ESG è preponderante un approccio più sostanziale, meno formale: non basta accertarsi che l'impresa sia tutelata sotto il profilo legale rispetto alla catena di fornitura (per esempio, attraverso l'inserimento di specifiche clausole contrattuali), ma occorre esaminare le relazioni con i fornitori, prendendo quindi in considerazione non solo il rischio legale ma anche quello reputazionale, così come i rischi sociali e ambientali.

La presenza di comportamenti aziendali controversi (per esempio, la delocalizzazione della produzione in Paesi che non garantiscono il rispetto dei diritti dei lavoratori) o di livelli di rischio ESG elevati può portare il gestore a decidere di non investire in una certa impresa. Ciononostante, la presenza di criticità nelle aree ESG può anche rappresentare un'occasione per valorizzare l'intervento e il piano d'azione dei gestori con orientamento SRI. Questi ultimi, infatti, possono consapevolmente scegliere di investire in società con basse performance ESG, proprio perché ciò consente di liberare una maggior quantità di valore implicito. Tuttavia, affinché l'intervento del ge-

store sia efficace, sono necessarie una piena consapevolezza della dimensione dei problemi e la presenza di risorse e competenze in grado di risolverli. Nel corso della due diligence ESG, quindi, il gestore dovrà valutare sia i rischi connessi alla situazione dell'impresa sia le prospettive di sviluppo future, individuando se e in quali aree vi siano margini di miglioramento su cui la SGR può concentrare i propri sforzi.

### La due diligence ESG in sintesi

**Vantaggi:** migliore valutazione di rischi e opportunità (approccio a 360°)

**Tempistiche:** due settimane o più (anche sulla base dei tempi di risposta dell'impresa).

36

#### Pillole dal mondo

I Principles for Responsible Investment hanno di recente aperto una consultazione pubblica con l'obiettivo di raccogliere commenti e integrazioni a una traccia di questionario per gli investitori (LP), da sottoporre ai gestori di fondi di private equity (GP) per valutare il grado di integrazione delle questioni di sostenibilità nell'attività di investimento e di gestione di portafoglio. Il questionario non è strutturato per essere utilizzato come *checklist*, ma rappresenta uno strumento utile per aprire un dialogo tra LP e GP sugli aspetti ambientali, sociali e di governance al fine di orientare al meglio le decisioni di investimento<sup>11</sup>.



#### Due diligence ESG: l'esperienza di VIGEO



La metodologia di due diligence adottata da Vigeo si basa su una matrice standard con sei aree di analisi:

- **ambiente** (prevenzione dell'inquinamento, riduzione degli impatti, eco-design, ecc.);
- **comportamento sul mercato** (rapporto con i clienti, gestione dei fornitori, corruzione, ecc.);
- **gestione delle risorse umane** (salute & sicurezza, sviluppo delle competenze, sistemi di remunerazione, orari di lavoro, work/life balance, ecc.);
- **diritti umani** (non discriminazione, libertà di associazione, ecc.);
- **corporate governance** (funzionamento del CdA, sistemi di controllo, presidio sui rischi ESG, ecc.);
- **rapporti con le comunità locali** (ottimizzazione degli impatti sociali ed economici sulle comunità dove l'impresa opera, attività filantropiche, ecc.).

11. <http://bit.ly/1M15EwG> (consultato il 24 settembre 2015).

La matrice standard viene adattata per recepire le tendenze e le sfide di sostenibilità che gli operatori del settore stanno affrontando.

Le tematiche rilevanti di settore sono ponderate in base ai rischi ESG ad esse associate (rischi reputazionali, legali, di efficienza, di coesione interna, di mercato, di trasparenza), tenendo conto delle caratteristiche dell'impresa (posizionamento, modello di business, presenza geografica ecc...). Ad esempio, il controllo della catena di fornitura sarà più importante per una società che ha esternalizzato diverse fasi della produzione, soprattutto se in Paesi a rischio.

Successivamente, Vigeo esamina la gestione dei temi rilevanti individuati. La valutazione si basa su analisi documentali (linee guida, procedure aziendali, eventuali altre due diligence, ecc...), su interviste alle funzioni chiave della società e su informazioni raccolte da fonti esterne, per verificare l'assenza di controversie e raccogliere l'opinione degli stakeholder. L'analisi valuta, da un lato, il grado di consapevolezza dell'impresa sui rischi ESG e, dall'altro, fornisce indicazioni sulle aree di miglioramento che possono essere presidiate in fase di investimento.

Di seguito si riporta qualche esempio concreto per comprendere meglio il valore aggiunto di una due diligence ESG. Nella maggioranza delle imprese non quotate (anche di grandi dimensioni) sottoposte a due diligence ESG sono state evidenziate importanti carenze nei sistemi di controllo interno (anche nel caso di società dotate di modello organizzativo 231); inoltre, è emerso che il Consiglio di Amministrazione svolge raramente una effettiva funzione di indirizzo e controllo sulla gestione della società. Un altro elemento ricorrente riguarda il controllo dei fornitori: i sistemi di valutazione considerano solo parzialmente i temi ESG e spesso i controlli sui fornitori sono soltanto documentali e non sistematici. Pertanto, i rischi ESG sono presidiati in modo debole.

### L'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance nella due diligence tradizionale: l'esperienza di Quadrivio



Quadrivio analizza gli aspetti ambientali, sociali e di governance all'interno delle due diligence tradizionali, che vengono realizzate nell'ambito dei processi di valutazione dei nuovi investimenti. Alcuni elementi ESG sono infatti analizzabili trasversalmente all'interno delle due diligence legali, contabili e di business; inoltre, si tratta di aspetti particolarmente importanti per la decisione finale relativa all'opportunità di investire, o non investire, in una determinata società.

Anzitutto, il processo decisionale di Quadrivio prevede l'esclusione dall'universo investibile sia di alcuni settori controversi (quali la pornografia, il gioco d'azzardo, le armi, ecc.) sia di società che presentino gravi problematiche in termini di condizioni di lavoro o di inquinamento derivante dalla produzione.

Inoltre, Quadrivio non investe in imprese che, seppur non escluse a priori dall'universo in-

vestibile, vengano valutate nel corso della due diligence come fortemente compromesse sotto i profili ESG. La scelta di non investire può essere motivata da elementi quali: l'eccedenza in operazioni con parti correlate, *transfer price* palesemente non corretti così come la limitata eterogeneità della compagine lavorativa.

Al contrario, non precludono l'investimento carenze nelle sfere ambientali, sociali e di buon governo d'impresa quali: modelli di governance molto accentrati, una limitata presenza di lavoratori esteri o la mancanza di alcuni certificati non obbligatori relativi all'impatto ambientale. In questi casi, la presenza di aspetti problematici nella gestione ESG può addirittura essere valutata in termini positivi nella decisione di investimento, qualora si ritenga che sia possibile intervenire su queste mancanze e migliorarle significativamente, includendole tra le leve su cui fondare la creazione di valore.

È infatti profondo convincimento di tutto il team di Quadriovio che il miglioramento delle pratiche aziendali nelle aree ambientali, sociali e di governance, oltre al positivo impatto di social responsibility, porti a un conseguente miglioramento delle performance aziendali.

### 4.3 EXIT E RENDICONTAZIONE

La fase di exit rappresenta il momento in cui i gestori di fondi di private equity e, di conseguenza, i sottoscrittori capitalizzano il valore creato, più o meno elevato a seconda dei risultati ottenuti nel corso della partecipazione. Nei casi di successo, l'azione del gestore genera dei cambiamenti positivi nelle imprese partecipate, che contribuiscono ad aumentarne il valore, assicurando rendimenti elevati per gli investitori finali.

Sia durante la partecipazione sia nel momento dell'exit è essenziale che i gestori rendicontino efficacemente il proprio operato e i risultati conseguiti sotto i profili ambientali, sociali e di governance: ciò consentirà una migliore valorizzazione dell'impresa e, più in generale, rafforzerà il rapporto di fiducia con gli investitori.

Rispetto alle procedure di rendicontazione sui temi ESG, occorre anzitutto ricordare che non esiste un unico standard di riferimento e che – come già sottolineato – sarà necessario che ciascun gestore trovi il proprio equilibrio tra adeguamento a buone pratiche internazionali e adattamento alla realtà specifica della propria organizzazione e del contesto di riferimento.

In particolare, si suggerisce ai gestori di collaborare con gli investitori per definire una struttura comune per la reportistica ESG, in grado di soddisfare le esigenze di entrambi. Gli investitori possono infatti esigere una rendicontazione specifica sugli aspetti di sostenibilità: tale richiesta può essere motivata da diverse ragioni, quali la necessità di misurare l'impatto degli investimenti, la volontà di gestire efficacemente i rischi o, semplicemente, di raccogliere informazioni statistiche sull'integrazione degli aspetti ESG all'interno di un certo portafoglio di investimento.

In generale, è consigliabile accordarsi sulle modalità e la frequenza della rendi-

contazione fin dalla fase di raccolta, fatta salva la possibilità che gli investitori avanzino richieste di maggiori informazioni, soprattutto nel caso in cui insorgano particolari problematiche rispetto alle questioni di sostenibilità. Inoltre, si noti che alcuni investitori ritengono fondamentale il fatto che i gestori includano gli argomenti ESG tra i temi trattati negli incontri con gli *advisory committee* e con i sottoscrittori.

Dal punto di vista operativo, si possono distinguere due livelli per la rendicontazione degli impatti dell'attività dei gestori sotto i profili ambientali, sociali e di governance:

- gli impatti diretti;
- gli impatti indiretti.

Mentre i secondi rimandano agli investimenti e, quindi, alle performance delle imprese partecipate; gli impatti diretti fanno riferimento all'attività dei gestori intesi *in quanto imprese*. Le SGR possono infatti dare prova di una maggiore o minore attenzione nei confronti degli aspetti ESG, non solo in riferimento alle scelte di investimento ma anche rispetto alla propria organizzazione interna (per esempio, adottando modelli di governance inclusivi, introducendo politiche del personale rispettose dei diritti dei lavoratori o mettendo in atto procedure di riduzione dei consumi energetici).

Per i gestori attenti ai propri impatti diretti, sarà probabilmente più facile esigere il medesimo rigore da parte delle imprese inserite nel portafoglio di investimento: tali richieste, infatti, saranno percepite (sia dal personale della SGR sia da quello delle partecipate) come coerenti rispetto a quanto messo in atto dal gestore stesso.

### Le procedure di reportistica ESG di Mandarin Capital Partners



Mandarin Capital è un gestore di fondi di private equity italiano la cui strategia si focalizza sull'internazionalizzazione delle aziende. Ha lanciato due fondi, il primo nel 2007, e il secondo nel 2013. A partire dalla fine del 2013, Mandarin Capital Partners ha avviato un percorso volto a introdurre specifiche procedure relative alle tematiche ESG. Tali procedure prevedono:

1. la realizzazione di analisi ad hoc circa gli aspetti ESG in sede di valutazione dei potenziali investimenti, miranti a identificare i rischi relativi e la loro integrazione nella decisione finale;
2. successivamente all'investimento, il monitoraggio dell'evoluzione degli elementi di rischio ESG evidenziati in sede di analisi, e la realizzazione di iniziative volte a mitigare o eliminare tali rischi;
3. l'inserimento di specifiche sezioni relative alle tematiche ESG nella reportistica e nella documentazione interna.

Con riferimento al terzo punto, i documenti prodotti dal fondo sono i seguenti: Report

annuale, Report Semestrale, *Investment Committee Paper* sull'investimento, *Investment Committee Paper* sul disinvestimento.

I primi due documenti sono destinati agli investitori, i secondi due sono invece di natura interna, sebbene un riassunto venga inviato agli investitori in seguito alla formalizzazione della decisione. Per quanto riguarda il Report annuale, la procedura definita prevede l'inserimento di uno specifico capitolo dedicato alle tematiche ESG. Tale capitolo conterrà:

- gli eventi principali del periodo di riferimento relativi alle tematiche ESG per ogni singola azienda in portafoglio;
- le azioni intraprese volte a mitigare o eliminare i rischi di natura ESG;
- le valutazioni relative alle questioni aperte e ai rischi in essere.

Rispetto al Report semestrale, la procedura definita prevede la descrizione – per ciascuna società partecipata – degli eventi principali intercorsi nel periodo di riferimento.

Con riferimento agli *Investment Committee Paper* (e quindi ai riassunti inviati agli investitori, che includeranno però la parte sui temi ESG nella sua completezza), si prevede:

- per il documento relativo all'investimento: la presenza di una sezione che evidenzi i rischi di natura ESG, l'attribuzione di uno scoring relativo a tali rischi e la presentazione delle azioni che potrebbero essere condotte per mitigarli;
- per il documento relativo al disinvestimento: la presenza di una sezione che descriva gli eventuali progressi realizzati nel corso dell'investimento, con uno scoring delle azioni condotte e un elenco dei rischi ancora presenti o che abbiano generato perdite di valore.

## Rendicontare gli aspetti di sostenibilità: l'esperienza di Bpifrance



Fondata a fine 2012, Bpifrance è partecipata da Caisse des Dépôts e dallo Stato francese. Con un patrimonio in gestione di 21,7 miliardi di euro, Bpifrance offre soluzioni di finanziamento alle imprese (principalmente francesi) nelle diverse fasi del loro sviluppo, a partire dalla creazione dell'attività fino alla quotazione, attraverso prestiti, fondi di garanzia e partecipazioni al capitale. Bpifrance investe sia direttamente (500 imprese in portafoglio<sup>12</sup>) sia indirettamente, attraverso gestori di fondi di private equity (3.300 imprese finanziate<sup>13</sup>). Per quanto riguarda le pratiche di rendicontazione, si sottolinea che l'approccio di Bpifrance mira a fornire un'analisi di tipo statistico della propria gestione degli aspetti ambientali, sociali e di governance. In particolare, Bpifrance utilizza i dati raccolti per pubblicare report di sostenibilità da condividere con i propri stakeholder e con i PRI.

Bpifrance somministra due tipi di questionari, entrambi da compilare su piattaforme online: un questionario rivolto ai gestori di fondi di private equity (22 domande a risposta chiusa "sì/no", con possibilità di aggiungere commenti); e un questionario rivolto alle imprese

12. Dati al 31/12/2014.

13. Dati al 31/12/2014.

inserirle in portafoglio, sia direttamente sia indirettamente, attraverso l'intermediazione dei gestori (11 domande a risposta chiusa "sì/no", con possibilità di aggiungere commenti, e 2 domande a risposta aperta). Il questionario indirizzato ai gestori raccoglie informazioni sul loro operato sia come *imprese* (impatti diretti) sia come *investitori* (impatti indiretti).

Di seguito si riportano i questionari somministrati, come esempio di strumenti operativi per la rendicontazione degli aspetti ESG nel settore del private equity.

### Questionari rivolti ai gestori di fondi di private equity (General Partners)

Questions	YES/NO	Comments
<b>Behaviour as a company</b>		
<b>Environment</b>		
Has the Company put in place some measures to protect the environment? <i>If so, which ones? (ie.: recycling, energy savings measures, sustainable transportation,...)</i>		
<b>Social</b>		
Has the Company provided ESG/sustainability training programs to its employees over the last three years?		
Has the Company integrated ESG criteria in determining the bonuses of the investment team's members?		
What are the names and functions of the people who have joined / left the firm over the past year? <i>Please provide us with an updated chart of the team.</i>		
Has the Company faced any major litigation case on social matters over the past year?		
<b>Governance</b>		
What is the proportion of independent members within the Company's Board of Directors?		
What is the proportion of women within the Company's board of directors?		
Has there been a change in the ownership structure of the Company over the past year?		
Has the Company faced any major litigation case related to business ethics over the past year?		

<b>Behaviour as an investor</b>		
<b>Commitments</b>		
Has the Company implemented - or amended - a formal policy to integrate ESG criteria in the investment process? <i>If so, please elaborate.</i>		
Is the Company a signatory of the UNPRI?		
<b>Methods</b>		
Has the Company put in place an ESG data gathering system regarding the underlying portfolio companies?		
Has the Company put in place a particular staff/unit responsible for implementing the ESG/Responsible Investment process?		
<b>Performances</b>		
When selling an underlying company, has the Company put in place a system to share capital gains with its underlying companies' employees? <i>(ie.: redistribution of a portion of the net gain to the employees of the company being sold)</i>		
Number of portfolio companies providing a reporting on social performance on a regular basis.		
Number of portfolio companies providing a reporting on environmental performance on a regular basis.		
Number of portfolio companies where you have suggested/initiated measures to improve ESG performance. <i>If so, please elaborate.</i>		
Do you provide an ESG report on your portfolio companies?		
Does your annual report include a section dedicated to ESG?		
Please list any ESG awards/labels won by the Company		
Has the Company faced any conflict with a third party of any kind over the past year? <i>(negative press article, campaign from an NGO...)</i> <i>If so, please elaborate.</i>		
Has the Company supported projects related to sustainability, education, diversity during the past year?		

NAME OF THE COMPANY :

Does the company have a formalized CSR (Corporate Social Responsibility) policy?

- Yes  
 No

## ENVIRONNEMENT

**1.** Does the company have an environmental policy?

- Yes  
 No

COMMENTS

**2.** Does the company have environmental certifications? (ISO, EMAS etc.)

- Yes  
 No

COMMENTS

**3.** Has the company experienced any major environmental issue or dispute in 2014?

- Yes  
 No

COMMENTS

**4.** Has the company implemented at least one initiative aiming at reducing its environmental footprint?

- Yes  
 No

If yes please specify:

- Eco-design  
 Waste collection, reduction and sorting  
 Paper consumption reduction  
 Reduction of transportation-related emissions  
 Improvement of the energy performance  
 Carbon audit  
 Limitation of water consumption  
 Reduction / elimination of water pollution  
 Environmental charter  
 Certification program(s) (ISO 14001, OHSAS 18002, ISO 90013, ...)  
 Limitation of local impact ; respect of the biodiversity  
 Others:

## SOCIAL

1. Has the company implemented profit sharing arrangements (including shareholders) with employees?

- Yes  
 No

COMMENTS

2. Has the company experienced any social dispute in 2014?

- Yes  
 No

If yes please specify:

- Complaints of discrimination or harassment  
 Mutually agreed termination of one or several employees  
 Termination of one or several employees (excluding for economic reasons)  
 Convocation to the Labour Court  
 Strike(s)  
 Termination / departure of the director(s)  
 Others

3. Creation or destruction of jobs in 2014 (at constant scope)

- Job creation = + jobs  
 Job destruction = - jobs

4. Number of employees in Full Time Equivalent (FTE) on 12/31/2014: FTE

## GOVERNANCE

1. Does the governance body of the company have a least one independent member?

- Yes  
 No

2. Has the company experienced any business ethic dispute in 2014?

- Yes  
 No

COMMENTS

3. Percentage of female members in the governance body?

What are the company major CSR projects that have not been mentioned in the questionnaire?

**BIBLIOGRAFIA**

Cornelli, F., Ioannou, I. e Zhang, T. 2015, *ESG moving out of the Compliance Room and into the Heart of the Investment Process*, Collier Institute of Private equity:  
<http://bit.ly/1W29Bpr>

Eurosif 2014, *European SRI Study*:  
<http://bit.ly/1RRAF4Z>

Malk Sustainability Partners 2015, *ESG in Private Equity<sup>SM</sup> – 2015. ESG Becoming Core to GP Investment Process*:  
<http://bit.ly/1dVgUul>

Malk Sustainability Partners 2013, *ESG in private equity – 2013. Perspectives and best practices for managing environmental, social and governance issues*:  
<http://bit.ly/1GmnNCz>

PitchBook 2015, *PE ESG Survey 2015*:  
<http://bit.ly/1zI9AFH>

PRI 2014, *Integrating ESG in private equity. A guide for General Partners*:  
<http://bit.ly/1jQvNBn>

PwC 2015, *Bridging the gap: Aligning the Responsible Investment interests of Limited Partners and General Partners*:  
<http://pwc.to/1drVftX>

## **PROMOTORI E PARTNER**

*Promotore:* Forum per la Finanza Sostenibile

*Partner:* AIFI

## **SUPERVISIONE**

Davide Dal Maso, Forum per la Finanza Sostenibile

Barbara Passoni, AIFI

## **COORDINAMENTO, RICERCA E REDAZIONE**

Arianna Lovera, Francesca Ussani, Forum per la Finanza Sostenibile

## **GRUPPO DI LAVORO**

Maurizio Agazzi FONDO COMETA, Maurizio Atzori APE SGR, Ignazio Boncompagni OLTRE VENTURE, Salvatore Cardillo ASSOFONDIPENSIONE, Angelo Cortese CASSA DEPOSITI E PRESTITI, Laura Crescentini ASSOPREVIDENZA, Roberto Ferraresi PAI PARTNERS, Valentina Franceschini WISE SGR, Anna Guglielmi QUADRIVIO, Stefano Isolica VIGEO, Stefano Lissoni APE SGR, Filippo Manuelli INPGI, Filippo Padovani APE SGR, Filippo Psacharopulo WISE SGR, Walter Ricciotti QUADRIVIO, Caterina Romanelli PAI PARTNERS, Matteo Sessi MANDARIN CP, Lorenzo Stanca MANDARIN CP, Gioia Torresi MANDARIN CP, Pietro Negri ANIA.

## **RINGRAZIAMENTI**

Per la testimonianza fornita all'interno del Gruppo di Lavoro e il contributo all'interno della pubblicazione si ringraziano: Natasha Buckley PRI, Mattia Corbetta MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, Didier Havette BPIFRANCE, Stefania Luzi MEFOP, Lorenzo Saa PRI.

Inoltre, il Forum per la Finanza Sostenibile ringrazia ANIA per aver ospitato le riunioni del Gruppo di Lavoro.

## **DISCLAIMER**

La responsabilità di questa pubblicazione perviene esclusivamente al Forum per la Finanza Sostenibile. I pareri ed i suggerimenti offerti dai componenti del Gruppo di Lavoro sono stati considerati quali contributi utili alla consultazione; tuttavia, i redattori e i coordinatori del documento rimangono i soli responsabili dei contenuti espressi nel testo. Tale considerazione si estende a tutte le organizzazioni socie del Forum le quali, pur avendo incoraggiato e approvato il progetto nel suo insieme, non necessariamente si riconoscono in ogni e ciascuna affermazione contenuta in questo documento – che, perciò, non ipoteca la loro posizione sull'argomento.

Questo documento è stato redatto con scopi informativi e di divulgazione. La riproduzione dei contenuti non è in alcun modo limitata – anzi è incoraggiata. Si prega di citare sempre il Forum per la Finanza Sostenibile quale fonte.

***La Carta dell'Investimento  
Sostenibile e Responsabile  
della finanza italiana***

## Introduzione

L'attività finanziaria trova fondamento nella funzione di veicolo dei capitali a sostegno dell'economia reale e della crescita sostenibile nel medio-lungo periodo. In questo contesto non si dovrebbe prescindere da valutazioni che includano ambiti diversi da quello strettamente finanziario.

La crisi che ha colpito i mercati finanziari internazionali negli ultimi anni è il risultato di una molteplicità di fattori. Questi sono stati oggetto di interventi migliorativi sia sul piano della regolamentazione sia su quello dell'autodisciplina da parte delle istituzioni finanziarie; tuttavia, un atteggiamento più consapevole e responsabile da parte degli operatori, che guardi anche alle possibili conseguenze sociali e ambientali delle proprie scelte, rafforza la disciplina rigorosa dell'attività finanziaria.

La Commissione Europea, in considerazione delle conseguenze che la crisi economica ha comportato sui livelli di fiducia di imprese e consumatori, ha rinnovato il proprio impegno per la promozione della *Corporate Social Responsibility* (CSR) presentando la nuova strategia per il periodo 2011-2014 che prevede, tra le linee di azione, la diffusione delle *best practices*, l'incremento dell'auto-regolamentazione e co-regolamentazione, la *disclosure* di informazioni sociali e ambientali, la trasparenza dei criteri di investimento responsabile adottati, l'allineamento delle *policy* in ambito europeo e internazionale, l'introduzione della CSR nella formazione didattica e nella ricerca<sup>1</sup>.

Le organizzazioni del settore finanziario che sottoscrivono il presente documento ritengono opportuno promuovere l'integrazione delle logiche che indirizzano le scelte delle istituzioni finanziarie con una prospettiva di sviluppo sostenibile, intesa come ricerca di un equilibrio tra le dimensioni sociali, economiche ed ambientali nelle scelte di investimento.

Pertanto esse aderiscono alla "Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile della finanza italiana" a testimonianza del riconoscimento da parte dell'industria finanziaria dell'elevato valore sociale dei principi in essa contenuti.

E' affidata alla determinazione di ciascuno degli associati delle organizzazioni firmatarie, la scelta di dare attuazione a quanto enunciato nella Carta nell'ambito della volontarietà dell'adozione di strategie di investimento socialmente responsabile, che tengano quindi conto delle dimensioni ESG (*Environmental, Social, Governance*).

Con la sottoscrizione del presente documento le organizzazioni firmatarie dichiarano di condividere gli obiettivi e riaffermano l'impegno comune a diffondere la conoscenza di una cultura della sostenibilità e della responsabilità sociale presso i propri associati e all'interno della *business community*. Esse rinnovano la disponibilità a promuovere il dibattito sui temi della responsabilità sociale delle istituzioni finanziarie e a favorire la diffusione di pratiche di finanza sostenibile e responsabile, auspicando che tale iniziativa contribuisca ad intensificare il confronto tra l'industria finanziaria italiana e la società civile in un quadro dialettico con le autorità competenti a livello europeo e internazionale.

---

<sup>1</sup> COM(2011) 681, "A renewed EU strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility".

## Principio 1 - Investimenti sostenibili e responsabili

E' fondamentale che la comunità finanziaria riconosca l'importanza dei temi ambientali, sociali e di *governance* nell'ambito delle proprie scelte di investimento, non solo per il valore morale ad essi connesso, ma anche per il loro significato economico.

L'attuazione di politiche di sostenibilità da parte dei soggetti destinatari degli investimenti (imprese e, in una certa misura, Stati) può fare la differenza anche sul piano dei risultati economici, in un contesto in rapida e continua evoluzione come quello attuale.

Le imprese capaci di intuire e cogliere le sfide ambientali e sociali che il futuro pone saranno in grado di gestire in modo migliore le diverse tipologie di rischio (in particolare, reputazionale, legale e finanziario) alle quali sono esposte e di rafforzare la propria competitività sul mercato, innescando un meccanismo virtuoso di emulazione da parte di altre imprese.

Pertanto, le organizzazioni firmatarie confidano che gli investitori istituzionali operanti sia per conto proprio sia nell'interesse di terzi guardino con crescente attenzione alle variabili ESG al fine di assumerle come parte qualificante dell'analisi fondamentale e dei processi di investimento. Ciò è in linea con le linee di azione della nuova strategia della Commissione Europea, secondo cui gli investitori possono contribuire ad una più efficiente allocazione del capitale e ad un migliore raggiungimento degli obiettivi di investimento di lungo periodo prendendo adeguatamente in considerazione le informazioni extrafinanziarie e integrandole nelle loro decisioni di investimento<sup>2</sup>.

Al contempo, esse auspicano che:

- i professionisti e i ricercatori accademici collaborino in maniera più stretta per sviluppare e migliorare costantemente metodologie di analisi e strumenti di misurazione dell'integrazione delle variabili ESG e di valutazione d'impatto delle stesse;
- siano sviluppate analisi statistiche dei rendimenti degli investimenti che adottano criteri socialmente responsabili (ESG) e conseguentemente ne siano diffusi i risultati, al fine di ampliare la conoscenza su basi oggettive dei benefici, anche di tipo finanziario.

## Principio 2 - Trasparenza

La trasparenza costituisce un valore fondamentale per ogni sistema sociale moderno. Trasparenza significa assicurare non solo alle parti di un rapporto giuridico, ma anche a tutti i legittimi portatori di interessi, l'accesso alle informazioni essenziali sulla natura di un'attività economica, le modalità attraverso cui viene gestita e le conseguenze che essa genera.

La trasparenza, nella misura in cui incide sulla riduzione delle asimmetrie informative, rafforza i legami fiduciari tra gli attori del mercato e riduce i costi di transazione. Rendere conto del proprio operato, essere responsabili - cioè capaci di dare risposte - implica il riconoscimento dell'*altro* come soggetto legittimato a ricevere gli elementi conoscitivi e le informazioni necessarie per la formazione di un'opinione completa e matura che permette di effettuare scelte consapevoli.

Su tale punto anche la Commissione Europea nel proprio documento strategico individua nella *disclosure* di informazioni extrafinanziarie un elemento di *accountability* importante che può contribuire ad incrementare la fiducia negli operatori nell'attuale contesto<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> COM(2011) 681, "A renewed EU strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility".

<sup>3</sup> COM(2011) 681, "A renewed EU strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility".

Le organizzazioni firmatarie confidano pertanto:

- in un aumento progressivo della qualità delle informazioni disponibili agli attori del mercato sugli aspetti ambientali, sociali e di *governance* (obiettivo questo che dovrebbe riguardare tutti i soggetti coinvolti: le istituzioni finanziarie, i canali distributivi, gli investitori, le imprese e gli altri portatori di interesse);
- che gli investitori istituzionali (quali banche, società che gestiscono fondi comuni di investimento, società istitutrici di forme pensionistiche, fondi pensione, imprese di assicurazione) e gli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafogli, che decidano di adottare criteri socialmente responsabili (ESG) nell'ambito delle proprie strategie di investimento, assolvano in modo sempre più efficace agli specifici doveri di informativa precontrattuale e di rendicontazione periodica già previsti dalla normativa di riferimento per comunicare i contenuti delle proprie politiche di investimento, con particolare riguardo ai suddetti criteri, agli obiettivi perseguiti, nonché ai risultati generati dalla loro applicazione;
- che le imprese, soprattutto quelle emittenti titoli quotati, comunichino l'eventuale adozione di strategie di sviluppo sostenibile, le misure adottate per realizzarle e i risultati perseguiti.

Infine, le organizzazioni firmatarie auspicano che venga accelerato il processo di convergenza verso standard condivisi e riconosciuti di informativa precontrattuale e di rendicontazione ESG.

### Principio 3 - Ottica di medio-lungo periodo

L'obiettivo strategico della sostenibilità dello sviluppo impone una prospettiva lungimirante e un cambiamento culturale, che conduca sempre ad interrogarsi sugli effetti di medio-lungo termine delle scelte di investimento contemperandoli con le esigenze più immediate.

Adottando tale prospettiva anche attraverso l'integrazione dei criteri ESG nei processi decisionali, si creano i presupposti per ridurre quelle gravi distorsioni dei meccanismi decisionali prodotte di recente dalla tendenza a concentrare l'attenzione sui risultati di breve periodo di un'attività economica o finanziaria (il c.d. "cortotermismo").

A tal fine le organizzazioni firmatarie confidano che:

- gli investitori istituzionali valorizzino la fase di allocazione strategica dei propri patrimoni definendola in modo coerente agli orizzonti temporali di riferimento;
- le imprese considerino i sistemi di incentivo dei propri manager e amministratori, in modo da premiare la creazione di valore per tutti gli *stakeholder* ed evitare le derive innescate dai comportamenti opportunistici;
- le istituzioni finanziarie supportino i risparmiatori nell'accesso agli investimenti di medio-lungo periodo anche attraverso l'elaborazione di un'offerta dedicata.

Infine, le organizzazioni firmatarie auspicano che il Legislatore promuova misure idonee a favorire il risparmio di medio-lungo termine dei cittadini.

Coerentemente con quanto sopra affermato e con quanto già realizzato da FeBAF e dalle associazioni aderenti, gli ulteriori associati oggi sottoscrittori e le organizzazioni firmatarie del documento si rendono disponibili a confrontarsi sui principi oggetto della “Carta dell’Investimento Sostenibile e Responsabile della finanza italiana” e a darne conto pubblicamente, al fine di considerare gli stimoli e le proposte di miglioramento che saranno avanzate dai soggetti portatori di interesse.



# AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL E PRIVATE DEBT

AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel private equity e nel venture capital.

L'associazione rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate. Dal 2014 AIFI ha esteso ai fondi di private debt l'opportunità di aderire all'associazione, al fine di mettere a servizio dei nuovi operatori le esperienze già consolidate nel private equity e rappresentare istituzionalmente il nascente comparto. Sono inoltre associati ad AIFI, in qualità di aderenti, associazioni, enti, istituti di ricerca, studi professionali, società di revisione e consulenza, interessati allo sviluppo del mercato italiano del capitale di rischio. L'attività dell'associazione si svolge con l'obiettivo di sviluppare e coordinare l'attività delle società di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa; AIFI promuove inoltre il consolidamento dei rapporti con i differenti organi normativi e di vigilanza, italiani e internazionali, per favorire l'emanazione di provvedimenti legislativi e/o regolamentari volti a disciplinare l'attività istituzionale di investimento. Più in generale, l'associazione persegue gli interessi degli associati nell'ambito dell'interesse più generale del Paese, favorendone la crescita economica e civile, con riflessi positivi sia per la sua azione sia per l'ambiente in cui si trova a operare. In tal senso da novembre 2013 AIFI è tra i sottoscrittori della Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile.

L'associazione persegue gli interessi degli associati nell'ambito dell'interesse più generale del Paese, favorendone la crescita economica e civile, con riflessi positivi sia per la sua azione sia per l'ambiente in cui si trova a operare. In tal senso da novembre 2013 AIFI è tra i sottoscrittori della Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile.



Forum per la Finanza Sostenibile

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE

Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione senza scopo di lucro nata

nel 2001. È un'organizzazione multistakeholder: ne fanno parte sia operatori del mondo finanziario sia soggetti direttamente o indirettamente coinvolti dagli effetti ambientali e sociali dell'attività finanziaria. La missione del Forum è promuovere l'integrazione di criteri ambientali, sociali e di governance nelle politiche e nei processi di investimento.

L'attività dell'associazione si articola in tre piani strategici pluriennali – Futuro di Valore, Investire con i Piedi per Terra e Rapporti con le Istituzioni – rivolti rispettivamente ad investitori istituzionali, retail e ai decisori politici. Nell'ambito di tali programmi, il Forum si occupa di promuovere e realizzare studi, pubblicazioni, ricerche e indagini; organizzare convegni, workshop, seminari o altri eventi culturali; alimentare e consolidare le relazioni con istituzioni e organizzazioni interessate al raggiungimento di obiettivi analoghi a quelli dell'associazione. Inoltre, dal 2012, il Forum è promotore e coordinatore della Settimana dell'Investimento Sostenibile e Responsabile in Italia ([www.settimanasri.it](http://www.settimanasri.it)).

Il Forum per la Finanza Sostenibile è parte di Eurosif (The European Sustainable and Responsible Investment Forum), un network pan-europeo la cui missione è la promozione della sostenibilità attraverso i mercati finanziari in Europa.

Web: [www.finanzeasostenibile.it](http://www.finanzeasostenibile.it) – [www.investiresponsabilmente.it](http://www.investiresponsabilmente.it)

Twitter: <https://twitter.com/ItaSIF>

ELABORAZIONE GRAFICA

[cdf-ittica.it](http://cdf-ittica.it)

STAMPA

Grafiche ATA

Finito di stampare nel mese di ottobre 2015

**Forum per la Finanza Sostenibile**  
Via Ampère 61/A  
20131 Milano  
Tel. +39 02 30516028  
[www.finanzasostenibile.it](http://www.finanzasostenibile.it)

**AIFI**  
Via Pietro Mascagni, 7  
20122 Milano  
Tel. +39 02 7607531  
[www.aifi.it](http://www.aifi.it)