

IL PRIVATE EQUITY SOSTENIBILE: RIFLESSIONI SU UNA NUOVA PROSPETTIVA DI INVESTIMENTO

“L'INVESTIMENTO SOCIALMENTE RESPONSABILE SI È TRADIZIONALMENTE FOCALIZZATO SULLE SOCIETÀ QUOTATE, MA I SUOI PRINCIPI POSSONO ESSERE APPLICATI ANCHE AD INVESTIMENTI IN IMPRESE NON PRESENTI SUL LISTINO. IN QUESTO ARTICOLO, IN PARTICOLARE, SI CONCENTRA L'ATTENZIONE SUL PRIVATE EQUITY SOSTENIBILE, CHE PUÒ ESSERE DEFINITO COME L'INVESTIMENTO AZIONARIO DA PARTE DI OPERATORI PROFESSIONALI DEL PRIVATE EQUITY IN IMPRESE CHE PERSEGUONO OBIETTIVI SOCIALI ED AMBIENTALI. QUESTA FORMA DI SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING, OLTRE AD AMPLIARE NOTEVOLMENTE IL BACINO DI IMPRESE FINANZIABILI, PRESENTA ALCUNI VANTAGGI (RISPETTO AI TRADIZIONALI FONDI DI INVESTIMENTO ETICI), LEGATI ESSENZIALMENTE ALL'INFLUENZA SULLA CORPORATE GOVERNANCE E AL SUPPORTO NELLA GESTIONE CHE L'OPERATORE DI PRIVATE EQUITY PUÒ FORNIRE”

di Barbara Del Bosco * e Nicola Misani **

1. Introduzione

Il private equity sostenibile è l'investimento azionario in imprese che perseguono obiettivi sociali ed ambientali, in genere non quotate in Borsa, da parte di operatori professionali del private equity. Come altre forme di investimento socialmente responsabile (quali i fondi di investimento etico che si indirizzano a imprese quotate, selezionate secon-

do meccanismi di screening), il private equity sostenibile mira a un bilanciamento dei risultati socio-ambientali con quelli finanziari, ma si caratterizza per la ricerca di alti tassi di rendimento interno (IRR), a remunerazione dei rischi di liquidità propri dell'investimento fuori dalla Borsa¹. Questi obiettivi finanziari ambiziosi distinguono il private equity sostenibile da forme di investimento socia-

le come la venture philanthropy², che impiega tecniche di gestione del portafoglio simili (per esempio, un formale processo di pianificazione che impone all'impresa finanziata di raggiungere obiettivi misurabili e progressivi) ma si limita al recupero dei capitali investiti. Si stima che oggi il private equity sostenibile rappresenti solo il 2% del mercato del private equity in Europa³, ma è in forte crescita

* Ricercatore in Economia e Gestione delle Imprese, Università di Bergamo.

** Ricercatore in Economia e Gestione delle Imprese, Università Bocconi, Milano.

¹ DEL BOSCO B., MISANI N. (2011), "Private equity as

an emerging asset class of responsible investment" in W. VANDEKERCKHOVE, J. LEYS, K. ALM, B. SCHOLTENS, S. SIGNORI, H. SCHÄFER (a cura di), *Responsible Investment in Times of Turmoil*, Springer, Berlino.

² LETTS, C. W., RYAN W., GROSSMAN A. (1997), *Vir-*

tuous capital: What foundations can learn from venture capitalists, in "Harvard Business Review", 75(2): 36-44.

³ EUROSIF (2008), *European SRI Study*, http://www.eurosif.org/publications/sri_studies.

ed è usato sempre più spesso per finanziare iniziative imprenditoriali innovative in molte aree della sostenibilità: l'agricoltura biologica, i servizi ambientali (riciclaggio, bonifiche, gestione rifiuti, riduzione dell'inquinamento, ecc.), le fonti energetiche rinnovabili, i progetti di sviluppo economico in comunità povere e le iniziative nei mercati "alla base della piramide"⁴. Gli operatori del private equity sostenibile possono finanziare varie fasi del ciclo di vita di un'impresa: la nascita (venture capital), la crescita, le acquisizioni (in veste attiva o passiva), la quotazione o la stessa uscita dalla Borsa.

Il private equity sostenibile assicura vantaggi sia agli imprenditori della sostenibilità sia agli investitori etici. I primi ottengono capitali "pazienti" a finanziamento di iniziative imprenditoriali che le banche in genere non sono disposte a finanziare e che potrebbero essere trascurate anche da operatori tradizionali di private equity che non hanno una motivazione ideale e la cultura specifica per investire nell'ambito della sostenibilità. I secondi allargano le loro possibilità di investimento al di fuori delle Borse internazionali che, nonostante le loro dimensioni, rappresentano solo una parte limitata dell'universo delle imprese che possono contribuire allo sviluppo sostenibile. Le piccole e le medie imprese, in particolare, sono spesso più pronte delle imprese quotate ad abbracciare l'innovazione sostenibile e mantengono rapporti stretti con il territorio che possono fare da veicolo per forme diffuse di responsabilità sociale.

2. Le peculiarità del private equity sostenibile

L'investimento socialmente responsabile dispone, in generale, di quattro strumenti per realizzare i suoi obiettivi di bilanciamento fra misure socio-ambientali e finanziarie⁵.

- Screening negativi: esclusioni di settori o di imprese che svolgono attività in contrasto con i principi dell'investitore (quali tabacco, armamenti, ecc.).

- Screening positivi: inclusione di imprese che eccellono rispetto a dati criteri di responsabilità sociale (best in class), oppure che appartengono a settori di speciale interesse (quali le energie rinnovabili o l'agricoltura biologica).
- Attivismo: uso dei diritti degli azionisti per orientare i manager delle imprese verso obiettivi di responsabilità sociale.
- Investimento a impatto sociale: indirizzare capitali su progetti di business che favoriscano lo sviluppo economico, soprattutto in aree povere o caratterizzate da fallimenti di mercato (per esempio il microcredito).

Fra le varie forme che l'investimento socialmente responsabile può assumere, il private equity sostenibile si distingue per la particolare efficacia con cui può sfruttare lo strumento dell'attivismo, soprattutto rispetto ai fondi etici che investono in Borsa. Infatti, questi ultimi si trovano spesso in situazione di asimmetria informativa negativa, perché nella costruzione del portafoglio devono dipendere dalle informazioni fornite dalle stesse imprese in cui investono o rese disponibili dalle agenzie di rating etico. Inoltre, questi fondi detengono in genere quote piccole del capitale azionario delle imprese in cui investono, così che non hanno il potere sufficiente per imporre ai consigli di amministrazione scelte gestionali orientate verso la responsabilità sociale. In caso di insoddisfazione verso le prestazioni socio-ambientali delle imprese in portafoglio, questi fondi spesso hanno la sola alternativa di disinvestire.

Al contrario, gli operatori del private equity detengono quote azionarie di controllo, o di minoranza qualificata, e dispongono di un rapporto diretto con i manager delle imprese in cui investono che consente loro di accedere a informazioni riservate sulla gestione. Questi operatori possono avere il potere di nominare uno o più consiglieri di amministrazione, chiedere che certi obiettivi di sostenibilità siano inseriti direttamente in sta-

tuto, ottenere che il consiglio debba discutere tutte le decisioni che incidono sugli scopi sociali ed ambientali, e in generale assicurarsi che i manager conservino il loro impegno verso i principi di responsabilità sociale. Questi meccanismi allargano molto il potere degli operatori di private equity di incidere sulla sostenibilità delle imprese in portafoglio. Un esempio è il "Green portfolio" dello storico fondo di private equity americano Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR), un programma per valutare la performance le imprese partecipate rispetto alle emissioni di gas serra, ai consumi di acqua, ai rifiuti prodotti, alla protezione delle foreste e alla riduzione degli inquinanti chimici. Il programma è accompagnato da progetti di intervento con cui KKR, in collaborazione con l'organizzazione non governativa Environmental Defense Fund, aiuta le imprese monitorate a ridurre il loro impatto ambientale⁶.

3. Il ruolo del private equity sostenibile nel supporto all'imprenditorialità

La relazione che si instaura tra l'operatore del private equity sostenibile e le imprese finanziate può consentire di fornire un supporto che trascende l'apporto di risorse finanziarie. Il ruolo nella governance delle partecipate e il contatto diretto con il management permettono, infatti, di influenzare significativamente la gestione delle imprese finanziate, le quali possono così beneficiare delle risorse, delle competenze e delle conoscenze dell'operatore di private equity sostenibile.

Analogamente a quanto avviene in altri ambiti del private equity, il finanziatore può contribuire a valorizzare le potenzialità delle partecipate supportando queste ultime nella gestione post-investimento⁷, sia per quanto riguarda la definizione delle strategie aziendali, sia nella loro implementazione a livello operativo⁸. L'investitore può favorire la pro-

⁴ PRAHALAD C.K., HART S.L. (2002), *The Fortune at the Bottom of the Pyramid, Strategy + Business*, 26 (First Quarter): 2-14.

⁵ WOOD D., HOFF B. (2007), *Handbook on responsible investment across asset classes*, Boston College Center for Corporate Citizenship, Boston (MA).

⁶ WOODY T. (2010), *K.K.R. Continues Greening Its*

Portfolio, in "New York Times", 9 febbraio, <http://green.blogs.nytimes.com/2010/02/09/k-k-r-continues-greening-its-portfolio/>.

⁷ BUSENITZ, L.W., FIET J.O., MOESEL D.D. (2004), *Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective*, in "Journal of Business Venturing", 19: 787-807. BAUM J.A.C., SILVERMAN B.S. (2004), *Picking winners or build-*

ing them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology start-ups, in "Journal of Business Venturing", 19(3): 411-436.

⁸ FITZA M., MATUSIK S.F., MOSAKOWSKI E. (2009), *Do VCs matter? The importance of owners on performance start-up fce variance irms*, in "Strategic Management Journal", 30: 387-404.

fessionalizzazione delle imprese finanziate e fornire assistenza nelle fasi di recruiting del management, facilitare l'adozione di pratiche manageriali e fornire consulenza su aspetti e problematiche tecnico-gestionali rispetto alle quali dispone di competenze specifiche. Nel caso degli operatori del private equity sostenibile, il supporto fornito può riguardare sia le tradizionali competenze manageriali, sia aspetti legati alla dimensione sociale o ambientale che connota l'iniziativa imprenditoriale finanziata. Alcuni operatori, ad esempio, si sono specializzati nel finanziamento di imprese della green economy e ciò ha permesso loro di accumulare conoscenze e competenze specifiche, che possono essere utili per supportare le imprese che operano o si accingono ad entrare nei vari segmenti di questo settore emergente. Nell'ambito delle imprese finanziate dal private equity sostenibile, peraltro, non è infrequente che vi sia una forte esigenza di supporto gestionale, che si manifesta soprattutto nelle realtà che sono emanazione di imprenditori con un background legato esclusivamente al mondo del non-profit o focalizzato sulle problematiche socio-ambientali affrontate.

Il supporto dell'operatore di private equity sostenibile si può altresì concretizzare nell'attività di networking che esso svolge. L'investitore può mettere in contatto l'impresa finanziata con potenziali clienti, fornitori, partner, finanziatori, così come identificare nel proprio network di relazioni manager che abbiano le competenze necessarie per integrare quelle presenti nell'impresa partecipata. In questo modo l'impresa può beneficiare di minori costi di ricerca e di una sensibile riduzione dei problemi legati all'asimmetria informativa. L'operatore di private equity, per la diretta e stretta relazione che ha con la partecipata, è in grado di comprenderne le esigenze e di identificare più facilmente nell'ambito del proprio network di relazioni imprese e persone che possano fornirle le risorse di cui necessita o instaurare con essa proficue relazioni commerciali. Nel caso degli operatori del private equity sostenibile, in particolare, l'investitore può svolgere un ruolo importante nel creare contatti con finanziatori, partner, fornitori o clienti caratterizzati da una particolare attenzione alla dimensione socio-ambientale e eventualmente disposti a una parziale compensazione

tra impatto sociale e performance economico-finanziarie.

Oltre a ciò, è da sottolineare che essere parte del portafoglio di investimenti di un operatore di private equity sostenibile ha una valenza informativa nei confronti dei soggetti con cui l'impresa entra in contatto: rappresenta una sorta di "garanzia". L'operatore di private equity sostenibile, infatti, grazie ai suoi vantaggi informativi e agli investimenti diretti nell'impresa (a testimonianza del valore e delle potenzialità che riconosce in quest'ultima), può influenzare la gestione attraverso un'attività di coaching⁹ volta a sviluppare le potenzialità competitive, reddituali e di impatto socio-ambientale dell'impresa. Le imprese partecipate beneficiano quindi indirettamente della reputazione dell'operatore di private equity da cui sono finanziate.

A questo riguardo è peraltro da notare che la reputazione dell'investitore dipende dagli investimenti che ha effettuato e dai risultati ottenuti. Analogamente, il network di relazioni dell'investitore di private equity sostenibile si sviluppa con l'attività di investimento, perché entrano a farne parte le imprese finanziate e altri soggetti con cui l'investitore entra in contatto nella sua attività di supporto alle partecipate. Tanto più ampio, articolato e coerente con le esigenze delle imprese partecipate è il network dell'investitore, tanto maggiori sono i benefici che potranno derivare a tali imprese. Più in generale, l'attività di supporto alla gestione delle imprese partecipate si concretizza nell'impiego delle risorse e competenze dell'investitore di private equity, le quali – attraverso questa attività – si sviluppano ulteriormente, grazie ad interscambi informativi e processi di apprendimento. Questo accresciuto patrimonio di risorse può essere sfruttato dall'operatore di private equity sostenibile nei processi di selezione e gestione dei futuri investimenti, creando una sorta di circolo virtuoso.

4. Il rapporto tra private equity sostenibile e altri investitori

L'attività di networking degli investitori di private equity sostenibile gioca un ruolo importante anche ai fini del finanziamento del-

le imprese in portafoglio. Solitamente, infatti, tali operatori cofinanziano le iniziative imprenditoriali con valenza sociale insieme ad altri investitori, che possono essere venture capitalist tradizionali, così come altri investitori responsabili o attori pubblici. L'investitore di private equity sostenibile può favorire la raccolta di capitali da parte delle iniziative imprenditoriali partecipate per le relazioni privilegiate che lo legano ad altri operatori finanziari. L'investimento iniziale da parte di un determinato operatore di private equity sostenibile può inoltre rappresentare un segnale per altri finanziatori, che possono essere indotti a cofinanziare un'impresa proprio perché essa è stata selezionata e verrà supportata da un investitore cui essi riconoscono competenze e logiche di investimento responsabile coerenti con i propri orientamenti.

In questa prospettiva, gli operatori del private equity sostenibile potrebbero svolgere un ruolo propulsivo rispetto all'investimento socialmente responsabile, creando condizioni che favoriscano il finanziamento di iniziative imprenditoriali con valenza socio-ambientale anche da parte di altri operatori. Lo stesso momento del disinvestimento da parte dell'operatore di private equity sostenibile rappresenta un'occasione per altri investitori di realizzare un investimento socialmente responsabile, acquisendo un'impresa che combina positivi risultati economici con il perseguimento di obiettivi socio-ambientali.

Analogamente l'attività di fundraising degli operatori di private equity sostenibile crea opportunità di investimento responsabile per investitori che, pur essendo interessati ad investimenti che combinino la dimensione sociale a quella economica, non finanzierebbero direttamente le singole iniziative imprenditoriali, perché non sarebbero in grado di selezionare e supportare tali iniziative con la stessa efficacia ed efficienza o sono interessati a investimenti su scala ridotta o con maggior livello di diversificazione. Da un altro punto di vista, il rapporto con gli altri investitori rappresenta un elemento cruciale e una potenziale criticità per il private equity sostenibile. Lo sviluppo futuro e, quindi, l'impatto che questa forma di investimento responsabile potrà avere sono in buona parte legati alla capacità degli operatori di mobilitare cofinanziatori, trovare adeguate way-out e, soprattutto, raccogliere fondi.

⁹ BAUM J.A.C., SILVERMAN B.S. (2004), *op. cit.*

5. Il private equity sostenibile nel settore del clean tech

L'ambito attuale di investimento più promettente per il private equity sostenibile, soprattutto in termini di rendimenti finanziari, è il cosiddetto "clean tech", che riunisce una vasta gamma di processi e prodotti che affrontano in modo innovativo i problemi ambientali, per mezzo di fonti rinnovabili (quali il solare o l'eolico), forme di trasporto sostenibili (veicoli elettrici, batterie avanzate, sistemi fuel cell), biocarburanti e altre tecnologie che mirano a migliorare l'efficienza ambientale dei processi, contenere i consumi energetici o ridurre i rifiuti. Molti investimenti nel clean tech provengono da imprese leader di settori tradizionali, quali Siemens e General Electric, che vedono nell'ambiente opportunità di business o l'occasione per assicurarsi vantaggi di prima mossa rispetto alle evoluzioni regolative legate al cambiamento climatico. Tuttavia, le start-up e le imprese in fase di espansione costituiscono la parte più dinamica del clean tech, nel quale portano la libertà di ricerca e lo spirito di iniziativa dei nuovi imprenditori.

Oltre che una speranza per risolvere i problemi del pianeta, il clean tech è una sfida per gli investitori socialmente responsabili, che cercano di bilanciare i rendimenti finanziari con criteri di selezione del portafoglio ispirati a considerazioni ambientali, sociali e di governance. Il clean tech si presterebbe anche al project finance, per esempio per il

finanziamento degli impianti di generazione con fonti rinnovabili, ma allo stato attuale le banche non appaiono disponibili a inserire criteri negativi o positivi di responsabilità sociale nelle loro politiche di impiego. Di conseguenza, è più probabile che finanzino investimenti "sporchi" redditizi (quali le centrali elettriche a carbone) e respingono gli investimenti clean tech in assenza di requisiti finanziari standard.

Gli operatori di private equity, e in particolare di venture capital, mostrano invece di gradire il clean tech. Nel 2009, un anno nel quale gli investimenti mondiali e il numero di operazioni di venture capital sono tornati ai livelli del 2003, l'unico settore a limitare le perdite è stato il clean tech, dove il numero di operazioni è rimasto invariato rispetto al picco storico del 2008 e la caduta degli investimenti si è arrestata al livello del 2007, circa 5,7 miliardi di dollari¹⁰. Oggi il clean tech è il settore dominante del venture capital, in cui assorbe circa un quarto degli investimenti complessivi, più delle biotecnologie e del software. I capitali vengono in parte da fondi specializzati e in parte da fondi tradizionali che dedicano al clean tech quote del portafoglio per ragioni di rendimento atteso, diversificazione del rischio o responsabilità sociale. Al venture capital si affianca un numero crescente di operatori di private equity che investono nella fase di espansione delle imprese. Un esempio è Global Environment Fund (GEF), un fondo americano creato nel 1990 che nel 2009 ha vinto il premio "Su-

stainable Investor of the Year" del Financial Times. Questo fondo, che gestisce circa 1 miliardo di dollari di raccolta, si focalizza esclusivamente sull'investimento globale nelle imprese emergenti che contribuiscono a miglioramenti significativi in tema di rispetto dell'ambiente, di energie pulite e di sfruttamento sostenibile delle risorse naturali. GEF vanta un IRR medio del 36% sugli investimenti finora realizzati. Un altro importante esempio è New World Capital Group, un operatore non-venture specializzato in tecnologie ambientali già consolidate, lanciato alla fine del 2009, al quale contribuirà anche il fondo italiano Ambienta¹¹. In conclusione, il private equity sostenibile si sta dimostrando un'importante estensione del raggio d'azione dell'investimento socialmente responsabile, in quanto offre a gestori del capitale propensi al rischio l'occasione di finanziare imprese non quotate che promettono esternalità socio-ambientali positive. Gli investitori socialmente responsabili possono usare il private equity sostenibile per massimizzare sia i rendimenti finanziari, perché investono in fasi precoci dell'impresa, sia gli impatti sociali, perché sorreggono tecnologie che non necessariamente troverebbero appoggio da investitori senza motivazioni ideali. Le esternalità socio-ambientali che ne derivano sono cruciali nell'attuale contesto economico e politico, dove i problemi del riscaldamento globale e la recente crisi finanziaria stanno obbligando le imprese e gli attori pubblici a ripensare i modelli di governo dell'economia.

¹⁰ CLEANTECH GROUP (2010), *Clean technology venture investment totaled \$ 5.6 billion in 2009*, Press Release, 6 gennaio, <http://cleantech.com/about/press-releases/20090106.cfm>.

¹¹ SANATI C. (2009), *New Private Equity Firm Focuses on 'Green Tech'*, in "New York Times", 26 ottobre, <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/10/26/new-private-equity-firm-focuses-on-green-tech/>.