



L'attività di investimento dei fondi di private equity in partnership pubblico-privato nella regolamentazione di mercato
di **VINCENZO VIETRI**

SOMMARIO: **1.** PREMESSA. I FONDI DI *PRIVATE EQUITY* A COMPARTECIPAZIONE PUBBLICA E PRIVATA. – **2.** I PRINCIPALI BENEFICI DERIVANTI DALL'INTERVENTO DI SOGGETTI PUBBLICI NELL'ATTIVITÀ DI *PRIVATE EQUITY*. – **3.** L'ESPERIENZA DI CASSA DEPOSITI E PRESTITI: ALCUNE RECENTI INIZIATIVE ALLO SCOPO DI PROMUOVERE ULTERIORI INVESTIMENTI DI *PRIVATE EQUITY*. – **4.** LE PRINCIPALI NOVITÀ NEL PANORAMA REGOLAMENTARE EUROPEO IN MATERIA DI INFORMATIVA DI SOSTENIBILITÀ – **5.** ALCUNI SPUNTI DI RIFLESSIONE SULL'ATTUALE *FRAMEWORK* NORMATIVO. – **6.** CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.

Abstract

There is no doubt that nowadays the private equity (PE) industry is playing a key role in facilitating the access by SMEs to private capital markets and fostering the transition of the financial sector to a sustainable growth model. One of the main features of the Italian PE landscape in recent years has been the development of PE “funds of funds”, aimed at aligning interests of both public and private nature. Cassa Depositi e Prestiti (CDP), a joint-stock company under public control, has become an anchor investor with the goal to promote the investment of public resources, including funds from the National Recovery and Resilience Plan (PNRR), towards the private equity sector and, specifically, sustainable economic activities. In this paper we also purport to analyze recent developments in the European regulatory framework for sustainability disclosure and its impact on the growth of the private equity industry. We argue that, in order to further foster sustainable investment activity through private equity, it is critical to identify a reasonable balance between two major interests at stake: on the one hand, financial market stability vis-à-vis the new climate-related systemic risks and, on the other hand, product and/or process innovation and business competitiveness.

1. Premessa. I fondi di *private equity* a compartecipazione pubblica e privata. Nel contesto attuale di ripresa economica a seguito dell'emergenza Covid-19, l'attività di investimento dei fondi di *private equity*¹ è destinata a emergere come il principale canale di accesso al mercato dei capitali da parte di piccolo-medie imprese domestiche (PMI) ad alto potenziale di sviluppo, a seguito della significativa riduzione di finanziamenti

¹ Giova ricordare che nell'ordinamento nazionale l'attività di *private equity* è svolta principalmente per il tramite di fondi comuni di investimento alternativi (cc.dd. FIA) riservati, di tipo chiuso, appartenenti alla macro categoria degli organismi di investimento collettivo del risparmio di natura contrattuale. Cfr. D.M. n. 30 del 5 marzo 2015, come successivamente modificato.

erogati da istituti creditizi². Nell'ambito della finanza d'impresa, il *private equity* rappresenta una fonte alternativa di finanziamento con l'obiettivo di immettere ingente liquidità nell'economia reale, fornendo, al contempo, un supporto manageriale nella gestione aziendale orientato alla ristrutturazione del debito (se del caso) e/o alla futura crescita e "internazionalizzazione" dell'impresa, in un contesto economico divenuto sempre più competitivo.

È indubbio, poi, che negli ultimi anni l'industria del *private equity* sembra rivolgere una maggiore attenzione alle tematiche della sostenibilità e della promozione dei fattori ambientali, sociali e di buon governo societario (in sigla, ESG) nell'attività di investimento³. Ciò sulla base della considerazione per cui una politica di investimenti sostenibili è in grado di contribuire non solo alla mitigazione di nuovi rischi di natura sistematica nel mercato finanziario⁴, bensì alla creazione di "valore" aziendale nel medio-lungo periodo

² Un recente rapporto dell'Associazione italiana di categoria per il *Private Equity*, il *Venture Capital* e il *Private Debt* (in sigla, AIFI) ha rilevato che gli investimenti di *private equity* hanno registrato un record nel corso del 2022, per un totale di 23,6 milione di euro (contro i 14,7 milioni dell'anno precedente) e di circa 848 operazioni (più del 30% rispetto al 2021). Cfr. AIFI, 2022. *Il mercato italiano del private equity e venture capital*, marzo 2022. V. anche G.D. MOSCO, *Gli investimenti in private equity: punti di forza e criticità secondo tre gestori di fondi. Intervista a Marco Baratti, Fabio Canè e Filippo Gaggini*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1-2, 2021, 520 ss..

³ Esula dallo scopo del presente lavoro procedere con un'analisi della nozione di sostenibilità che, al pari del paradigma ESG, può essere oggetto di diversi significativi, di più ampio (o ristretto) contenuto, a seconda dell'interpretazione soggettiva attribuita dall'interlocutore in questione. Pone in risalto il problema, F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elettronica di diritto, economia, management*, 2, 2020, 17, secondo cui la sostenibilità "ha finito spesso col subire distorsioni per essere adattata a finalità della politica ovvero al governo degli affari e, dunque, alla proposizione di una configurabilità volta a conseguire forme d'incremento del profitto. Pertanto, può dirsi che permangono talune incertezze in ordine all'identificazione della portata funzionale della sostenibilità." Tuttavia, giova ricordare come ad oggi la definizione di sostenibilità che sembra essere maggiormente condivisa su ampia scala risulta essere quella elaborata dalla Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo (*UN World Commission on Environment and Development (Brundtland Commission)*) nel rapporto denominato "Our common future" del 1987, secondo cui "[L]o sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri". Cfr. UNITED NATIONS BRUNDTLAND COMMISSION, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, 4 agosto 1987.

⁴In una recente indagine condotta dal *World Economic Forum*, un'organizzazione internazionale indipendente impegnata a promuovere la cooperazione tra settore pubblico e privato su scala globale, è stato evidenziato che i profili ambientali e di sostenibilità figurano tra le categorie di rischio più rilevanti, in termini di probabilità e di severità degli impatti potenziali. Sul punto, WORLD ECONOMICS FORUM, *The global risks report 2022*, 17th edition, 2022.

generando, di conseguenza, rendimenti finanziari più elevati a titolo di remunerazione dell'investimento originariamente effettuato⁵.

Per quanto riguarda le principali novità per il settore nel mercato italiano, si è osservato, altresì, il progressivo rafforzamento del binomio “*private equity*” e “intervento pubblico”, attraverso la creazione di fondi di investimento a compartecipazione pubblica e privata, nelle vesti di “fondi di fondi”⁶. Più precisamente, negli ultimi anni ha trovato sempre più diffusione l'idea di un fondo istituzionale destinato a investire in fondi di *private capital* (compresi quelli di *private equity*), a loro volta intenti a effettuare investimenti in imprese private ad alto potenziale di sviluppo e con obiettivi di sostenibilità.

È chiaro che qualsiasi intervento dello Stato nel capitale delle imprese ha di solito natura straordinaria e temporanea, essendo destinato a un utilizzo ristretto, piuttosto che generalizzato, delle risorse pubbliche, limitatamente alle circostanze specifiche che lo hanno reso necessario e con l'intento di ripristinare le logiche del mercato e della concorrenza, una volta superata la situazione di momentanea crisi⁷. Tuttavia, l'esempio dei fondi di *private equity* di natura mista pubblico-privata che ha trovato diffusione nel contesto italiano negli ultimi anni può essere una testimonianza di come alcune iniziative di collaborazione tra investitori istituzionali e operatori privati possa avere carattere fisiologico e continuativo, anziché occasionale, a fronte dei benefici

⁵ È dell'avviso che la ricerca della sostenibilità sia fondamentale ai fini della creazione di valore aziendale, R. MASERA, *L'impresa e la creazione di valore*, in AA.VV. (a cura di F. CAPRIGLIONE), *Finanza, impresa e nuovo umanesimo*, Cacucci, Bari, 2007, 81 ss., secondo cui un'impresa deve a tal fine necessariamente coniugare i profili funzionali (tra cui sono ricomprese l'efficienza e la remunerazione del capitale) con “una condotta etica rispettosa della legalità, dei diritti umani e del contesto ambientale”.

⁶ S. CASELLI, F.L. SATTIN, *Private equity e intervento pubblico. Esperienze rilevanti e modelli di intervento per una nuova politica economica*, Milano, 2011, 250 ss.. Sul ruolo degli enti pubblici a sostegno dell'attività di *private equity*, si riportano le dichiarazioni di Innocenzo Cipoletta, presidente AIFI: “Non è un momento in cui il capitale pubblico è in concorrenza con quello privato ma in collaborazione: sono allineati per lo sviluppo e questa è la funzione che la nostra industria intende fare al fine di portare il risparmio italiano verso le piccole e medie imprese affinché diventino sempre più forti e più capaci di resistere”. V. anche E. SCUDIERI, *Private equity, Aifi chiede misure specifiche per il rilancio delle pmi*, in www.focusrisparmio.com, 19 aprile 2021.

⁷ Si pensi, a titolo esemplificativo, a interventi di sostegno pubblico nell'attività bancaria. Sul punto, C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, Il Mulino, 2020, III ed., 265 ss..

a favore dell'intero tessuto economico-produttivo del Paese, nonché del processo di transizione verso un modello (economico e finanziario) sostenibile in un arco temporale di medio-lungo periodo⁸.

Sulla base delle considerazioni che precedono, si ritiene opportuno illustrare i principali vantaggi legati all'intervento di soggetti pubblici nell'attività di *private equity*, anche per il tramite dell'esempio costituito da Cassa Depositi e Prestiti (in sigla, CDP). Seguirà un'analisi della cornice regolamentare in materia di informativa di sostenibilità a livello europeo, rilevando alcune criticità che sono finora emerse nei primi anni di vigenza della disciplina. Infine, ci si propone di formulare alcuni auspici per la futura regolamentazione di settore, affinché la cornice normativa che va delineandosi possa essere in grado effettivamente di favorire l'afflusso di risorse finanziarie verso attività economiche qualificate realmente come sostenibili, senza introdurre, al contempo, oneri eccessivi che siano di ostacolo allo sviluppo di un'economia competitiva.

2. I principali benefici derivanti dall'intervento di soggetti pubblici nell'attività di *private equity*. Nel nostro Paese, la raccolta di risorse finanziarie nel mercato dei capitali non risulta ancora pienamente sviluppata e al passo con gli altri Stati europei⁹.

Come già attestato da precedenti iniziative di altri Paesi, è evidente che una *partnership* pubblico-privata può senz'altro contribuire a un maggiore afflusso di capitali privati verso il tessuto economico-imprenditoriale¹⁰. Difatti, la partecipazione di un investitore pubblico nell'attività di *private equity*, sotto forma di investimento indiretto (o co-investimento), è in grado di esercitare

⁸ In questi termini, F.L. SATTIN, *La via italiana al private equity e l'intervento pubblico: una sinergia virtuosa*, in *ENTER Working Paper, WP No 2, JEL code G24, G28, Centre for Research on Entrepreneurship and Entrepreneurs*, Bocconi University, Milano, gennaio 2011.

⁹ Cfr. AIFI, *Private Capital. Guidare la crescita e il cambiamento: il ruolo di AIFI e le sfide future 2021-2025*, 2021, 21.

¹⁰ In proposito, giova richiamare l'esempio dei "fondi di fondi" a partecipazione mista promossi dalla *Caisse des dépôts et consignations* in Francia, dallo *UK Innovation Investment Fund* inglese, nonché dallo *Yozma Fund* istituito dal governo israeliano.

un'azione di “*moral suasion*”¹¹ verso gli investitori istituzionali, quali gli enti previdenziali, i fondi pensioni e le compagnie assicurative, destinando risorse finanziarie complementari verso attività economiche (sostenibili) necessarie al raggiungimento di obiettivi di crescita e di innovazione di lungo termine nel nostro Paese¹².

In quest'ottica, i cc.dd. “fondi di fondi” sono in grado di attivare un effetto leva sulla raccolta di capitali da parte di fondi “*target*” – ossia quei fondi privati di *private equity* responsabili della gestione operativa degli investimenti – in modo tale da moltiplicare l'afflusso di risorse finanziarie a disposizione delle imprese domestiche¹³. Tale circostanza è ancora più significativa con riferimento all'attuale scenario economico caratterizzato dall'impegno assunto dal nostro Paese nel dare attuazione ai rinomati programmi del *Recovery Plan* e del Piano Nazionale per la Ripresa e la Resilienza (in sigla, PNRR), rispettivamente a livello europeo e nazionale¹⁴, con una disponibilità

¹¹ In merito alla possibilità di incentivare lo sviluppo dell'*asset class* del *private equity* attraverso un'azione di *moral suasion* verso gli investitori istituzionali italiani, v. AIFI, *Audizione in videoconferenza. Innocenzo Cipolletta, Presidente AIFI. Proposta di Legge C. 107, Centemero e altri. Disposizioni per la promozione e lo sviluppo delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative mediante agevolazioni fiscali e incentivi agli investimenti*, 14 marzo 2023, 4.

¹² Per un'analisi sul ruolo dell'intervento pubblico nel raggiungimento degli obiettivi politici dell'Unione europea relativi alla transizione verde e digitale delle economie nazionali nel contesto della recente crisi, M. PASSALACQUA, B. CELATI e M. T. CARBALLEIRA RIVERA, *Planning public investments for recovery*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2021; E. SCOTTI, *Pandemia, aiuti di stato e transizione ambientale*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pacini Giuridica, Pisa, 439 ss.. Con riguardo alle diverse opportunità di partenariato pubblico-privato per realizzare le infrastrutture del futuro, v. A. GERVASONI, M. LERTORA, G. PASCARELLI, *PPP & Private Capital for sustainable infrastructure and smart cities*, Milano, Guerini, 2022. Si rinvia anche a M. NICOLAI, *I Fondi di fondi pubblico-privati per la creazione di nuove imprese tecnologiche*, AIFI, 2006.

¹³ Cfr. AIFI, *Private Capital. Un volano per il rilancio del Paese e la sua crescita sostenibile 2022-2026*, 17 febbraio 2022, 24.

¹⁴ In un contesto di rilancio economico post-COVID, il *Recovery Plan* e il PNRR sono volti a delineare le priorità per il rilancio socio-economico nell'ambito del c.d. *Next Generation EU*, adottato nel dicembre 2020, attraverso un dettagliato piano che prevede poderosi investimenti nei settori della digitalizzazione e dell'innovazione tecnologica, nonché della transizione sostenibile e dell'inclusione sociale in chiave ESG. Sul punto, cfr. FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Finanza sostenibile per il rilancio dell'economia. Opportunità e sfide nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*, 25 febbraio 2021.

straordinaria – a differenza del passato – di capitali di origine pubblica¹⁵.

Tuttavia, affinché la forma di partenariato pubblico-privato sia di successo, è necessario che, in un’ottica di economia di mercato, i “fondi di fondi” risultino strutturati secondo meccanismi di allineamento degli interessi di operatori pubblici e privati¹⁶. Orbene, il metodo ottimale sembra consistere nell’adozione dello schema denominato “*upside leverage scheme*”, a mente del quale i soggetti pubblici e privati sono chiamati indistintamente a sopportare le perdite nella medesima proporzione – in assenza di meccanismi di recupero “a fondo perduto” a favore delle parti private – diversamente dall’ipotesi di ripartizione dei profitti, da destinarsi esclusivamente agli operatori privati una volta raggiunta una determinata soglia di redditività e/o restituito il capitale investito (oltre agli interessi) al soggetto pubblico¹⁷. Ciò sulla base della considerazione per cui il suddetto schema di investimento consentirebbe agli investitori privati di ottenere la remunerazione più alta possibile del capitale investito, garantendo al contempo un utilizzo ottimale delle risorse pubbliche¹⁸.

Sempre in un’ottica di favorire un maggiore sviluppo del *private equity*, si potrebbe, inoltre, ipotizzare l’intervento dei “fondi di fondi” nell’attività del

¹⁵ Al contempo, la *partnership* con soggetti privati può rappresentare per l’amministrazione pubblica un’occasione per migliorare e rendere più efficiente l’attività delle istituzioni pubbliche interessate, grazie alle competenze strategiche e al *know-how* tecnico di soggetti specializzati e all’esigenza di rispetto di tempistiche più celeri che contraddistinguono l’operato di soggetti privati. In questi termini, D. SICLARI, *Il ruolo del partenariato pubblico-privato alla luce del PNRR*, in www.diritto bancario.it, 19 aprile 2022.

¹⁶ M. FOLLIN, *Il private equity ha i mezzi per far ripartire le aziende*, in *Milano Finanza*, 14 maggio 2020, che riporta il pensiero critico di Anna Gervasoni, direttore generale di AIFI, a mente della quale “*Dobbiamo stare attenti al fatto che l’ingresso del pubblico nell’industria sia una leva per il rilancio e non un ostacolo. Il rapporto pubblico-privato deve essere correttamente indirizzato o rischia di creare danni per il Sistema*”.

¹⁷ M. JAASKLEAINEN, M. MAULA, G. MURRAY, *Profit Distribution and Compensation Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds*, University of Exeter, *Discussion Papers in Management*, 07/04, 2007.

¹⁸ Nell’ambito delle *partnership* tra investitore pubblico e privato, si osservano due ulteriori schemi di investimento alternativi a quello dell’“*upside leverage scheme*” qui delineato. Da un lato, il modello del “*risk sharing*” contempla una sostanziale parità di condizioni tra operatori pubblici e privati, con ripartizione di perdite e profitti in maniera proporzionale alle quote sottoscritte. Dall’altro, lo schema del “*downside protection*” si ravvisa quando l’investitore pubblico garantisce interamente la copertura delle perdite a favore dell’investitore privato. V. F.L. SATTIN, *Fondi misti di private equity in partnership pubblico-privati*, in *Il Sole 24 ore*, 25 agosto 2020.

mercato secondario (*over-the-counter*), con la possibilità per quest'ultimi di procedere all'acquisto di quote di fondi “*target*” che abbiano già chiuso il periodo di sottoscrizione e, conseguentemente, in una fase successiva alla raccolta iniziale di capitali¹⁹. È indubbio che ciò contribuirebbe ad aumentare la liquidità sul mercato del *private capital*, rendendo gli investimenti di *private equity* maggiormente appetibili a tutti gli operatori del settore²⁰. Non è un caso che l'assenza di un mercato dell'*exit* particolarmente sviluppato continui ad oggi a rappresentare un ostacolo all'afflusso di ulteriori capitali privati, per via della natura illiquida degli investimenti di media-lunga durata detenuti dagli investitori di *private equity* nelle società partecipate.

3. L'esperienza di Cassa Depositi e Prestiti: alcune recenti iniziative allo scopo di promuovere ulteriori investimenti di *private equity*. Negli ultimi anni CDP ha assunto in varie occasioni il ruolo di *anchor investor* a sostegno della raccolta di capitale privato²¹. Invero, alcune recenti iniziative proposte da CDP sono in grado di dimostrare come il “fondo di fondi” rappresenti lo strumento ideale nell'intento di fare operare capitali pubblici e privati in sinergia tra loro²².

¹⁹ In proposito, si rileva che, a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta del secolo scorso, sono stati costituiti alcuni fondi specializzati nel mercato secondario, la cui attività consisteva nel rilevare quote di altri fondi, a prezzi scontati, attraverso la compravendita di partecipazioni detenute da investitori interessati a un *exit* anticipato rispetto alla chiusura naturale del ciclo di vita di un fondo (che è tipicamente superiore ai dieci anni). Cfr. A. PUCA, *Growing Trends in Private Equity: Secondary Market Investing, Enterprising Investor*, CFA Institute, 2018. La prassi di mercato è ad oggi mutata con la possibilità di effettuare vendite “alla pari” nel mercato secondario, ottenendo, in alcuni casi, persino un premio di maggioranza. Ciò è dovuto alla circostanza per cui un numero crescente di investitori fa ricorso al mercato secondario con l'intento esclusivo di modificare la propria *asset allocation*, piuttosto che di procedere a una liquidazione anticipata del proprio investimento. Cfr. AIFI, *L'evoluzione del mercato secondario del private equity*, in *Quaderno AIFI n. 48*, Egea, Milano, 2021.

²⁰ Sull'importanza dello sviluppo del mercato secondario, v. AIFI, *Il mercato secondario del private equity*, in *Quaderno AIFI n. 36*, Egea, Milano, 2014.

²¹ A. PERRAZZELLI, *Il private capital nel mondo. Il contesto normativo e istituzionale*, Intervento della Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia presso il convegno annuale AIFI, 20 marzo 2023.

²² Sul ruolo di CDP nel panorama del *private equity* italiano, v. F.L. SATTIN, *Dal private equity al private debt: quale future per le Pmi nel nostro Paese?*, in *Il Sole 24 ore*, 31 marzo 2016, che ha sostenuto quanto segue: “Corretta quindi la scelta di Cassa Depositi e Prestiti di utilizzare, come tramite per lo stimolo allo sviluppo di tale attività, il Fondo Italiano di

Per quanto qui di interesse, si segnala la costituzione nel marzo 2010, su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), del Fondo Italiano d'Investimento SGR, controllato da CDP *Equity* e sottoscritto, per le rimanenti quote, dall'Associazione Bancaria Italiana, dai principali gruppi bancari e da alcune fondazioni, con l'obiettivo della gestione di fondi mobiliari chiusi dedicati a far confluire capitali "pazienti" verso il sistema delle imprese italiane d'eccellenza, nell'ambito della crescita del sistema produttivo del Paese²³.

A testimonianza di come l'intervento di CDP possa contribuire a un aumento significativo dell'afflusso di capitali nella fase iniziale di *fundraising*, anche attraverso il coinvolgimento di investitori istituzionali (tra cui i fondi pensione), si pensi, a titolo esemplificativo, al successo della raccolta – per oltre un miliardo di euro – effettuata dal Fondo Italiano d'Investimento SGR, attraverso i "fondi di fondi" di *private equity* (FoF *Private Equity* Italia) e di *private debt* (FoF *Private Debt* Italia), nell'ambito del "Progetto Economia Reale", che mira a sostenere la crescita e la competitività delle PMI italiane²⁴.

Si intende in questa sede altresì ricordare che nel novembre 2022 il Fondo Italiano d'Investimento SGR ha perfezionato il primo *closing* nel mercato italiano di un "fondo di fondi" dedicato esclusivamente all'*impact investing*²⁵, qualificato ex articolo 9 della SFDR (si veda *infra*), grazie al

Investimento il quale, avendo sviluppato una conoscenza specifica degli operatori del settore del private equity grazie all'attività condotta come "fondo di fondi", è in grado di selezionare e svolgere lavori di due diligence al fine di identificare i migliori potenziali gestori per tale nascente e importate attività finanziaria."

²³ Si rileva che, nell'ambito del suo mandato, il Fondo Italiano d'Investimento opera con capitale di rischio e anche attraverso il ricorso a strumenti di debito ibridi, quali il finanziamento mezzanino, effettuando investimenti diretti e indiretti (mediante "fondi di fondi").

²⁴ Il progetto in questione, promosso da CDP e Assofondipensione ha agevolato l'accesso al mercato del *private capital* dei fondi pensione italiani attraverso l'impiego dei "fondi di fondi" sopra citati, che hanno a loro volta effettuato investimenti in fondi di *private equity* e di *private debt*, gestiti da investitori privati, destinati ad aziende domestiche focalizzate sullo sviluppo occupazionale e sulle tematiche ESG. Cfr. FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO, *Fondo Italiano d'Investimento: raccolto oltre 1 miliardo di euro dai fondi di fondi nell'ambito del Progetto Economia Reale*, 15 giugno 2023.

²⁵ Le strategie di investimento di *impact investing* sono quelle che mirano a sortire un effetto concreto e misurabile in vista del perseguimento di obiettivi di natura extra-finanziaria definiti *ex ante*, quale parte integrante della *mission* aziendale. Il termine *impact investing* è stato coniato nel 2007 dalla *Rockefeller Foundation*, una fondazione privata fondata nel 1913 con

sostegno dell'investitore principale CDP, destinato a promuovere esclusivamente investimenti in fondi con la medesima qualifica ai sensi del regolamento europeo, che perseguano obiettivi sociali e ambientali, misurabili ed intenzionali, congiuntamente a rendimenti finanziari per gli investitori²⁶. Giova osservare, in proposito, che le caratteristiche proprie della “finanza ad impatto” contribuiscono a rendere questa tipologia di attività d'investimento coerente con i principi cardine dell'agere degli enti pubblici, tra cui, *in primis*, la trasparenza e la rendicontazione. Difatti, nell'ipotesi del “fondo di fondi” di *impact investing* sopra menzionato sussiste l'obbligo per il gestore di dar conto con cadenza regolare, attraverso la pubblicazione di un *report*, dei risultati raggiunti dal fondo medesimo, misurati attraverso metriche oggettive e/o numeriche, e confrontabili con un *benchmark* di riferimento.

Di recente istituzione è anche il FoF Infrastrutture, un “fondo di fondi” ex articolo 8 del regolamento SFDR, gestito da CDP *Real Asset* SGR con l'obiettivo di favorire lo sviluppo di progetti infrastrutturali con finalità ambientali e sociali, e con dotazione target *pari* a cinquecento milioni di euro²⁷.

Da ultimo, degne di nota – sebbene il carattere straordinario e la natura temporanea – sono le cc.dd. misure di “*private equity* di Stato”²⁸ introdotte

sede a New York, in occasione del “Bellagio Summit” per il lancio del *Global Impact Investing Network* (GIIN), la principale organizzazione senza scopi di lucro che promuove l'infrastruttura, la ricerca e la formazione sull'*impact investing*. Per un inquadramento generale sull'*impact investing*, si veda FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, 1 dicembre 2017.

²⁶ FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO, *Fondo Italiano d'Investimento: Primo closing di un fondo di fondi dedicato all'impact investing*, 22 novembre 2022. Il *target* di raccolta complessiva del “fondo di fondi”, denominato FOF *Impact Investing*, è stato fissato a centoventi milioni di euro, da raggiungersi entro giugno 2025, con CDP *Equity* quale sottoscrittore principale per una quota pari a cinquanta milioni di euro.

²⁷ CDP, *CDP Real Asset: nasce il Fondo di Fondi per investire in infrastrutture con focus sulla sostenibilità*, 2 maggio 2023.

²⁸ A. SACCO GINEVRI, *Il private equity di Stato: il caso del Patrimonio Rilancio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1-2, 2021, 93 ss., secondo cui “[i]l confine tra gli interessi lucrativi, tipici dell'investitore privato e quelli pubblicistici, di cui è portatore lo Stato, è oggi più labile che in passato, poiché si sta assistendo a una progressiva ibridazione dell'interesse sociale, oramai nel mezzo fra le istanze remunerative dell'investimento azionario e le esigenze di protezione degli stakeholders a vario titolo coinvolti nella gestione dell'impresa. Questo rinnovato modello organizzativo dell'impresa è terreno fertile per la partnership fra soci pubblici e soci privati, in quanto contribuisce ad avvicinare le strategie delle due diverse

dal “Decreto Rilancio”²⁹, tra cui si annovera il “Patrimonio Rilancio” costituito da investimenti pubblici effettuati dal MEF e gestito da CDP, con durata legislativamente fissata a dodici anni, salvo proroghe. Il Patrimonio Rilancio rappresenta uno strumento di politica industriale destinato alla ricapitalizzazione, attraverso acquisizioni di partecipazioni di minoranza, di società strategiche all'interno di filiere produttive ritenute cruciali per lo sviluppo economico del Paese.

4. Le principali novità nel panorama regolamentare europeo in materia di informativa di sostenibilità. Facendo seguito al c.d. *Action Plan*³⁰, l'Unione europea ha progressivamente iniziato a delineare una cornice normativa volta a rendere i fattori di sostenibilità – nonché i relativi rischi associati – come l'elemento centrale dell'attuale regolamentazione sui servizi finanziari, coinvolgendo l'intera industria finanziaria, dunque non solo il settore bancario e dei servizi di investimento, bensì anche quello della gestione collettiva del risparmio, compresi i fondi comuni di investimento. Ciò con l'obiettivo ultimo di indirizzare in maniera corretta i flussi di capitale verso prodotti di investimento che possano ritenersi effettivamente sostenibili, in assenza di pratiche di *marketing* scorrette (c.d. *greenwashing*)³¹.

tipologie di investitori verso l'obiettivo comune dello sviluppo sostenibile delle società partecipate in un'ottica di sistema, che è l'unica coerente con le esigenze di stabilità dei mercati nel lungo termine a cui tipicamente è improntata l'azione dei gestori di portafogli partecipativi”.

²⁹ Cfr. artt. 26 e 27 del D. L. n. 34 del 19 maggio 2020, convertito in legge con modifiche, dall'art. 1, comma 1, della legge n. 77 del 17 luglio 2020, e il decreto d'attuazione n. 26 del MEF, adottato in data 3 febbraio 2021.

³⁰ Il Piano d'Azione adottato dalla Commissione europea nel marzo 2018 è rivolto a introdurre una strategia comune per indirizzare l'economia europea verso un nuovo paradigma di crescita sostenibile, nel quale il sistema finanziario assume un ruolo propulsivo. Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Action Plan: Financing Sustainable Growth* (COM (2018) 97 final), 8 marzo 2018.

³¹ Nella prassi di mercato, con la denominazione di *greenwashing* si intende far riferimento a quelle tecniche di *marketing* rivolte a sopravvalutare in maniera fittizia le credenziali *green* di un prodotto finanziario commercializzato. Secondo quanto enunciato nel considerando 11 della Tassonomia (si veda *infra*), per *greenwashing* si fa riferimento a una pratica di *marketing* che “consiste nell'ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base

Occorre, in via di premessa, precisare che l'apparato normativo europeo di cui si discute è stato concepito secondo un'architettura multi-livello – che prevede una disciplina di rango primario e una di secondo livello – e “a più velocità”, con l'adozione di atti normativi di natura secondaria emanati dalla Commissione europea in una fase successiva, a seguito di un lungo processo di consultazione con le tre autorità europee di vigilanza dei mercati finanziari. Come si può immaginare, tale circostanza ha contribuito all'insorgere di dubbi interpretativi e di incertezze applicative di vario genere, alimentando lo stesso rischio di *greenwashing*, posto che, nell'attesa dell'adozione degli atti integrativi della disciplina europea, gli operatori nel mercato finanziario hanno potuto talvolta definire, in maniera non del tutto appropriata, i propri prodotti finanziari come “sostenibili” nelle strategie di *marketing*.

Nella cornice europea, il primo pilastro normativo è rappresentato dal regolamento sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari (c.d. SFDR)³², inteso a promuovere un maggiore grado di trasparenza sull'informativa relativa ai rischi di sostenibilità nell'ambito del processo decisionale interno di gestione, nonché sull'impatto (potenzialmente negativo) delle scelte di investimento sui fattori di sostenibilità, in una dimensione esterna. Da un'analisi approfondita delle norme appare chiaro che il campo di applicazione degli obblighi di *disclosure* risulta assai esteso, diventando quest'ultima il principale strumento adoperato dal legislatore europeo al fine di garantire una maggiore uniformità e comparabilità delle informazioni sulle politiche di investimento in materia di sostenibilità comunicate agli investitori³³.

non sono soddisfatti”. È bene, però, precisare che non può ancora ravvisarsi nell'attuale quadro normativo europeo una definizione legale di *greenwashing* da prendere come riferimento per stabilire i limiti dei comportamenti da ritenersi legittimi, in un'ottica di *enforcement* e, conseguentemente, ai fini di una maggiore responsabilizzazione dei gestori patrimoniali nell'ambito di applicazione della disciplina europea.

³² Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, con decorrenza dal 10 marzo 2021.

³³ Per un'interessante riflessione sulla centralità rivestita dal principio di trasparenza nella disciplina europea sui servizi finanziari allo scopo di eliminare l'incidenza delle asimmetrie

Inoltre, il regolamento SFDR introduce per la prima volta una definizione comune di “investimento sostenibile”³⁴, in termini di investimenti in attività economiche che contribuiscono alla realizzazione di obiettivi ambientali e/o sociali, senza al contempo arrecare un danno significativo ad altri obiettivi ritenuti altrettanto meritevoli di tutela (c.d. principio del *do not significant harm*). Tale definizione – chiaramente di ampio respiro – necessita, però, di essere letta in combinato disposto con il regolamento Tassonomia (si veda *infra*) e gli ulteriori atti delegati di secondo livello, ai quali è attribuito il compito di precisare quando un’attività economica è effettivamente in grado di contribuire al perseguimento di finalità ambientali e/o sociali, senza causare un danno considerevole ad altri obiettivi.

La normativa europea di primo livello sulla trasparenza in materia di sostenibilità è integrata dal Regolamento c.d. Tassonomia³⁵, destinato a stabilire una classificazione delle attività economiche che possono ritenersi sostenibili dal punto di vista ambientale all’interno del mercato unico. La Tassonomia ha il pregio di rappresentare il primo tentativo di adozione di un sistema armonizzato di classificazione delle attività economiche eco-

informative sulle libere scelte di investimento della clientela, v. P. LUCANTONI, *L’informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Giuffrè, Milano, 2020. In merito all’uso della *disclosure* informativa quale strumento primario per il rafforzamento delle decisioni di investimento degli investitori, si rinvia a L. ENRIQUES, S. GILOTTA., *Disclosure and Financial Market Regulation*, N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2015, 511 ss..

³⁴ Cfr. l’articolo 2(17) del regolamento SFDR, secondo cui per investimento sostenibile deve intendersi un “*investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, da indicatori chiave di efficienza delle risorse sull’uso dell’energia, delle energie rinnovabili, delle materie prime, dell’acqua e della terra, sulla produzione di rifiuti e sulle emissioni di gas a effetto serra, o sul suo impatto sulla biodiversità e sull’economia circolare, o un investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisca ad affrontare le disuguaglianze o che promuova la coesione sociale, l’integrazione sociale e i rapporti di lavoro, o un investimento nel capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate, a condizione che tali investimenti non danneggino in modo significativo nessuno di questi obiettivi e che le società partecipate seguano buone pratiche di governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione sane, relazioni con i dipendenti, retribuzione del personale e conformità fiscale.*”

³⁵ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020, relativo all’istituzione di un quadro normativo che favorisce gli investimenti sostenibili, in vigore dal 12 luglio 2020.

sostenibili, offrendo un insieme di definizioni condivise su scala sovranazionale. Tuttavia, come si evince anche dalle considerazioni che precedono, numerosi continuano a essere gli interrogativi – ad oggi senza risposta – in merito ad alcune interazioni tra la disciplina contenuta nella SFDR e quella sancita dalla Tassonomia, con ovvie conseguenze sull'effettivo ambito di applicazione della disciplina vigente³⁶.

Nel quadro normativo *in fieri*, si rinvengono, altresì, due tipologie di atti che concorrono a definire la normativa di secondo livello, da un lato gli standard regolamentare tecnici (*Regulatory Technical Standards*)³⁷, destinati a implementare la disciplina sulla *disclosure* ai sensi del regolamento SFDR e, dall'altro, i criteri tecnici di *screening* (*Technical Screening Criteria*)³⁸, volti a identificare le soglie necessarie a classificare le attività economiche e i prodotti finanziari in conformità a ciascun obiettivo ambientale previsto dalla Tassonomia. Da ciò emerge l'esistenza di un quadro normativo assai complesso, contraddistinto da norme giuridiche tecniche, spesso di difficile comprensione e non facilmente reperibili, con un aumento significativo degli oneri di natura organizzativa e procedurale a carico dei partecipanti del mercato finanziario nel tentativo di adempiere ai nuovi obblighi di *disclosure*.

5. Alcuni spunti di riflessione sull'attuale *framework* normativo.

Non vi sono dubbi che il processo di transizione verso un modello economico

³⁶ A titolo esemplificativo, giova rilevare come la stessa nozione di "sostenibilità" ai sensi del regolamento SFDR si discosti, in parte, da quella delineata dalla Tassonomia, per via della maggiore rilevanza attribuita agli aspetti sociali dal primo regolamento. Difatti, la Tassonomia non sembra porsi il problema di un eventuale conflitto tra fattori ambientali e sociali: in questo senso, un'attività economica potrebbe essere considerata sostenibile ai sensi del regolamento *de quo* – poiché in linea con gli obiettivi ambientali specificati nel medesimo – pur non essendo sufficientemente "sostenibile" da un punto di vista sociale (come prescritto dal regolamento SFDR).

³⁷ Cfr. EBA, EIOPA, ESMA, *Final Report on draft Regulatory Technical Standards*, 24 aprile 2023.

³⁸ Il Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione europea del 4 giugno 2021 costituisce il primo esempio di *Technical Screening Criteria* destinato a stabilire i criteri tecnici e le condizioni nel rispetto delle quali un'attività economica è in grado di contribuire in maniera sostanziale alla mitigazione del clima e/o all'adattamento ai mutamenti climatici, senza al contempo arrecare un danno significativo a un altro obiettivo ambientale previsto dalla Tassonomia.

e finanziario sostenibile richiederà tempi lunghi, nuove conoscenze e professionalità, nonché il coinvolgimento di tutti gli operatori del mercato, data la complessità del tema della sostenibilità.

La prima sfida consisterà nel tentativo di creare un “linguaggio comune”, cercando di addivenire a definizioni di sostenibilità e ESG che siano quanto più possibili condivise all’interno della comunità internazionale, seppure con una dovuta precisazione. Le nozioni di sostenibilità e di ESG dovranno pur sempre mantenere un sufficiente grado di flessibilità allo scopo di recepire i continui aggiornamenti che si ritengano necessari nel corso del tempo per delineare un fenomeno *in fieri*, attraverso un dialogo costante con i vari partecipanti ai mercati finanziari ³⁹.

Non sono, altresì, da sottovalutare le conseguenze che derivano dall’utilizzo di una tecnica legislativa caratterizzata da un eccessivo tecnicismo, in particolare con riguardo alla disciplina di secondo livello in materia di informativa di sostenibilità che risulta essere di difficile comprensione – e, di conseguenza, applicazione – da parte degli operatori di

³⁹ Basti un esempio per tutti. Si può discutere se la *cybersecurity* (ossia la resilienza informatica) possa essere ricompresa tra le metriche chiave del paradigma ESG. È soltanto di recente, nel contesto di un’economia globale caratterizzata dalla crescente digitalizzazione e interconnessione dell’industria, che vari *stakeholder* hanno avanzato richieste affinché la *corporate governance* aziendale predisponga adeguate misure di prevenzione e di mitigazione dei rischi legati a eventuali attacchi cibernetici e violazioni della sicurezza informatica. È chiaro che la sicurezza informativa sta progressivamente diventando parte integrante del modello organizzativo ESG, quale naturale conseguenza della crescente rilevanza della tecnologia nella creazione di valore strategico di un’azienda. Inoltre, sempre a titolo esemplificativo, l’attuale crisi energetica correlata al conflitto armato in Ucraina, con i conseguenti aumenti dei prezzi al consumo e le difficoltà nell’approvvigionamento delle risorse prime, sta contribuendo a un rinnovato interesse per l’energia nucleare e il gas fossile, da sempre visti con occhio critico dal punto di vista della sostenibilità. Di recente, la Commissione europea ha stabilito di ricondurre queste attività tra quelle che possono considerarsi eco-sostenibili. Cfr. Regolamento delegato (EU) 202/1214 del 9 marzo 2022 (C(2022) 631 *final*). Una tale scelta non è stata esente da critiche dal momento che l’inclusione dell’energia nucleare e del gas naturale nel quadro della tassonomia UE sembrerebbe in contrasto con il principio della neutralità tecnologica sancito dal regolamento stesso, contribuendo così a minare la credibilità del complessivo quadro di riferimento per gli investimenti sostenibili. Sul punto, EUROSIF, *The inclusion of gas and nuclear undermines the credibility of the EU Taxonomy*, 3 febbraio 2022. È sulla base delle considerazioni che precedono che una parte della dottrina ha avanzato la tesi secondo cui il termine ESG potrà essere meglio utilizzato in futuro come abbreviazione destinata a ricomprendere tutto ciò che non può essere tipicamente misurato mediante parametri finanziari di tipo tradizionale. V. D.K. CHIA, *There Is No “C” in “ESG”: An Illustration of ESG’s Biggest Risk*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 14 ottobre 2022.

mercato. La preoccupazione principale rimane quella che il forte tecnicismo alla base della *disclosure* di sostenibilità possa causare distorsioni involontarie del mercato e limitare l'afflusso di capitale aggiuntivo verso investimenti sostenibili.

È poi evidente che, a seguito del proliferare di molteplici regolamentazioni in materia di trasparenza relativa alla sostenibilità⁴⁰, bisognerà affrontare il problema della frammentazione normativa, con le ovvie conseguenze che quest'ultima può comportare a livello di raccolta di capitali privati, su scala nazionale e non solo. È indubbio che la competitività dell'industria dei fondi di *private equity*, con particolare riguardo all'attività transfrontaliera, passi necessariamente attraverso l'applicazione di standard regolamentari e adempimenti a carico dei gestori dei fondi che siano quanto più possibile uniformi tra loro. Una preoccupazione crescente è il rischio che i gestori di fondi di *private equity* possano spostare la propria attività, in maniera opportunistica, in *trading venues* di paesi terzi in cui sia vigente una regolamentazione meno onerosa (pratica del c.d. *forum shopping*).

È, pertanto, legittimo interrogarsi sull'opportunità di introdurre una regolamentazione che risulti essere quanto più possibile armonizzata e in grado di favorire il c.d. *level playing field*, in un quadro di cooperazione tra le autorità nazionali competenti e nell'ambito di un dialogo costante con i vari *stakeholder* interessati. Con riferimento specifico al nostro Paese, si reputa fondamentale che il recepimento della disciplina europea all'interno dell'ordinamento nazionale possa avvenire non solo in tempi più rapidi rispetto al passato, ma anche seguendo un approccio orientato a parametri di proporzionalità e senza oneri aggiuntivi a carico degli operatori domestici

⁴⁰ A titolo esemplificativo, la *Securities Exchange & Commission*, ossia l'autorità di vigilanza per il mercato finanziario, ha annunciato nel maggio 2022 l'adozione di una proposta di regolamento sull'informativa ESG con l'obiettivo di migliorare il flusso informativo sui fattori ambientali, sociali e di *governance* presi in considerazione dai consulenti di investimento e dai fondi di investimento registrati nell'ambito delle strategie di investimento. Cfr. U.S. SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION, *Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices*, Advisers Act Rel. No. 6034, 25 maggio 2022, consultabile al seguente link: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/ia-6034.pdf>.

del settore⁴¹.

Nell'intento di creare le condizioni necessarie alla transizione sostenibile sarà indispensabile, altresì, l'intervento pubblico mediante l'adozione di politiche di sostenibilità e di incentivi – nonché di sanzioni⁴² – cosicché gli investitori possano cogliere appieno tutte le opportunità offerte dalle nuove attività di investimento. D'altronde, giova ricordare che il quadro europeo di riferimento in materia di sostenibilità si caratterizza per essere un sistema basato principalmente – se non esclusivamente – sulla trasparenza informativa. Ciò implica che il modello delineato potrà essere efficace soltanto qualora gli operatori del mercato finanziario si dimostrino davvero intenzionati a perseguire l'ambizioso progetto di transizione sostenibile.

Qualora ciò non bastasse, e dunque nell'ipotesi in cui gli operatori di mercato continuino a operare, come in passato, nell'ottica esclusiva del profitto quale principale obiettivo imprenditoriale, si renderà necessaria adottare una tecnica normativa di diverso tipo. Più precisamente, si è dell'avviso che l'introduzione di alcune misure fiscali, quali il credito d'imposta a beneficio degli investitori (specie quelli istituzionali), potrà rappresentare uno strumento efficace in grado di indurre un effettivo cambiamento nella prassi comportamentale degli investitori, contribuendo ad aumentare la massa di risorse finanziarie effettivamente a disposizione delle attività economiche sostenibili e, più in generale, dell'economia reale⁴³.

⁴¹ AIFI, *Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica. Audizione del Presidente AIFI – Prof. Innocenzo Cipolletta*, 29 luglio 2020, 3.

⁴² Non è da sottovalutare neppure l'importanza nel delineare un quadro sanzionatorio organico e coordinato a livello europeo in maniera efficiente, in cui non debba ravvisarsi una divergenza significativa nell'attività di *enforcement* all'interno del mercato unico, posto che quest'ultima continua a rientrare nell'ambito delle competenze delle autorità nazionali. In questo contesto, l'iniziativa da parte delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari europei relativa a una consultazione pubblica in materia di definizione del termine di *greenwashing* è da ritenersi particolarmente lodevole. Cfr. EBA, EIOPA, ESMA, *ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing*, 15 novembre, 2022. Difatti, una comprensione più granulare del fenomeno del *greenwashing*, nelle sue varie forme, anche attraverso l'esame di esempi concreti nelle varie fasi del ciclo di vita dei prodotti finanziari, potrà promuovere politiche di supervisione più efficienti e coordinate da parte delle autorità nazionali, in grado di porre fine al caso di notevole disomogeneità nell'irrogazione di sanzioni all'interno del mercato europeo.

⁴³ V. M. BODELLINI, S. DALVINDER, *Sustainability and finance: utopian oxymoron or achievable companions?*, in *Law and Economics Yearly Review*, 1, 2021, 187 ss..

6. Considerazioni conclusive. Nell'attuale fase di ripresa economica post-pandemica si assiste a un sempre maggiore consolidamento della finanza alternativa e, in particolare, dell'attività dei fondi di *private equity* a supporto dell'economia reale. Inoltre, nel processo graduale di transizione verde, i fondi di *private equity* sono destinati ad assumere un ruolo critico nel finanziamento e nel supporto gestionale e strategico alle imprese intente a perseguire obiettivi di sostenibilità.

Nello specifico contesto italiano, sono evidenti i vantaggi legati a un'interazione virtuosa tra capitali pubblici e privati. Attraverso la *partnership* pubblico-privata, ingenti risorse pubbliche (*in primis*, di provenienza dal PNRR) possono essere destinate in fondi di *private equity* che siano intente a finanziare aziende domestiche attive in ambiti considerati particolarmente rilevanti nell'attuale fase storica – quali i settori socio-sanitari, delle energie rinnovabili e del digitale – generando così valore a lungo termine a beneficio dell'intera collettività. Al contempo, la raccolta di capitali aggiuntivi ad opera degli investitori privati di *private equity* agisce come ulteriore incentivo nell'attività di investimento, dato l'effetto moltiplicatore dei ritorni finanziari in caso di successo dell'iniziativa imprenditoriale. Con le ovvie conseguenze che l'obiettivo del conseguimento di rendimenti finanziari quanto più possibile elevati da parte di investitori privati comporta in termini di utilizzo efficiente delle risorse pubbliche – secondo le logiche di mercato – e nel rispetto di tempistiche più brevi rispetto all'ipotesi di intervento autonomo dello Stato.

L'AIFI, nella veste di associazione di categoria per l'industria del *private equity*, può senz'altro svolgere un ruolo di rilievo nell'intento di facilitare le interazioni tra il settore pubblico e gli operatori privati, mettendo in risalto come la *partnership* pubblico-privata consenta di incidere non soltanto sull'attività economica delle imprese finanziate, bensì sull'intero contesto territoriale in cui si opera, attraverso attività di investimento programmate di comune accordo nell'interesse di lungo periodo del Paese.

Non da meno è il compito dell'AIFI nel proseguire nell'opera di

sensibilizzazione ed educazione finanziaria degli operatori di mercato in tema di investimenti di *private capital* destinati ad attività sostenibili. Invero, è soltanto influenzando i comportamenti degli investitori futuri – e in particolare delle nuove generazioni – che sarà possibile “incalanare” un numero crescente di risorse finanziarie nella direzione della sostenibilità a lungo termine.

Per di più, gli operatori pubblici, insieme all'AIFI, avranno un peso di rilievo nel definire un quadro normativo e regolamentare che sia effettivamente favorevole a una crescita economica sostenibile, nell'ambito di un dialogo costante con i vari *stakeholder*, al fine di assicurare la corretta implementazione delle regole. In particolare, l'attore pubblico avrà un ruolo sempre più determinante nel cercare di offrire un maggiore grado di certezza del diritto, tale da incoraggiare la *compliance* normativa e la fiducia degli investitori nell'attività di investimento sostenibile⁴⁴. Difatti, solo in presenza di un assetto regolamentare “affidabile” e in assenza di un'eccessiva stratificazione normativa (sebbene dovuta alla complessità della materia *de quo*), si potrà assicurare che i capitali, pubblici e privati, investiti confluiscano in attività realmente sostenibili⁴⁵.

⁴⁴ È dell'avviso che la transizione verso la sostenibilità richieda necessariamente meccanismi di programmazione pubblica, non potendo essere affidata esclusivamente alla autoregolazione del mercato, L. AMMANNATI, A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 4, 2022, 144 ss.; v. anche A. MOLITERNI, *La sfida ambientale e il ruolo dei pubblici poteri in campo economico*, in *Riv. quadrim. dir. ambiente*, 2020, 32 ss.; M. PELLEGRINI, *Il ruolo dello stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Cedam, Padova, 2021, 88 ss..

⁴⁵ In proposito, si ritiene utile riportare le dichiarazioni di F.L. SATTIN, *La R-Evolution del Private Equity e il suo ruolo nella ripresa*, in *Il Sole 24 ore*, 17 giugno 2021: “Ed è questa la vera sfida che l'industria del private equity e i regolatori dovranno affrontare, in particolare nel nostro Paese, spesso afflitto da eccessi o incertezze nelle normative: consentire la massima articolazione e flessibilità degli strumenti nell'ambito di una regolamentazione chiara, equa e che ne garantisca il corretto utilizzo. Non sarà certo facile trovare il giusto bilanciamento tra tali aspetti per loro natura contrastanti, che dovranno anche tenere conto della necessaria compatibilità che tali norme dovranno avere nell'ambito di un mercato sempre più internazionalizzato e competitivo, anche a livello di singoli Paesi. E l'Italia dei soldi degli investitori internazionali ha un grande bisogno. Tuttavia, se tutte le parti coinvolte, operatori, associazioni di categoria e regolatori in primis, agiranno in buona fede, parlando, rispettandosi, ascoltandosi e mettendo professionalità, competenza e trasparenza in primo piano, sarà possibile trovare la soluzione migliore e il private equity, in tutte le sue nuove

Non da ultimo, nel dare attuazione all'ambizioso progetto della transizione sostenibile, sarà fondamentale effettuare un'analisi dei costi-benefici della regolamentazione *in fieri*, tentando di ricercare un ragionevole bilanciamento tra ciascuno degli interessi tutelati, meritevoli di protezione giuridica: da un lato, la stabilità del mercato finanziario e una maggiore protezione degli investitori a fronte di nuovi rischi di natura sistemica, dall'altro, il continuo sostegno alla crescita e alla competitività delle imprese, attraverso l'innovazione di prodotti e/o servizi offerti.

Nella gestione di un portafoglio di investimenti, essere ESG *compliant* è ormai diventato imprescindibile. Tuttavia, dare attuazione a questo progetto nel modo più efficace risulta essere la principale sfida che il settore si troverà ad affrontare nei prossimi decenni. L'auspicio è quello di adottare una regolamentazione che adotti un approccio proporzionale con riguardo agli adempimenti informativi e procedurali e che, più in generale, non risulti eccessivamente onerosa. Non vi è dubbio che l'imposizione di eccessivi vincoli alle filiere di produzione e di valore, specie con riguardo agli operatori di minori dimensioni, potrebbero avere delle conseguenze di rilievo fino al punto che la nuova regolamentazione possa rivelarsi "insostenibile" per alcuni destinatari delle norme giuridiche.

articolarioni, sarà più che pronto per affrontare una nuova era di sviluppo e crescita, capitalizzando al meglio sulle esperienze passate e creando le condizioni basilari per liberare il suo enorme potenziale a supporto della crescita economica e sociale. È un'occasione unica per il rilancio del nostro Paese: non possiamo sbagliare!"