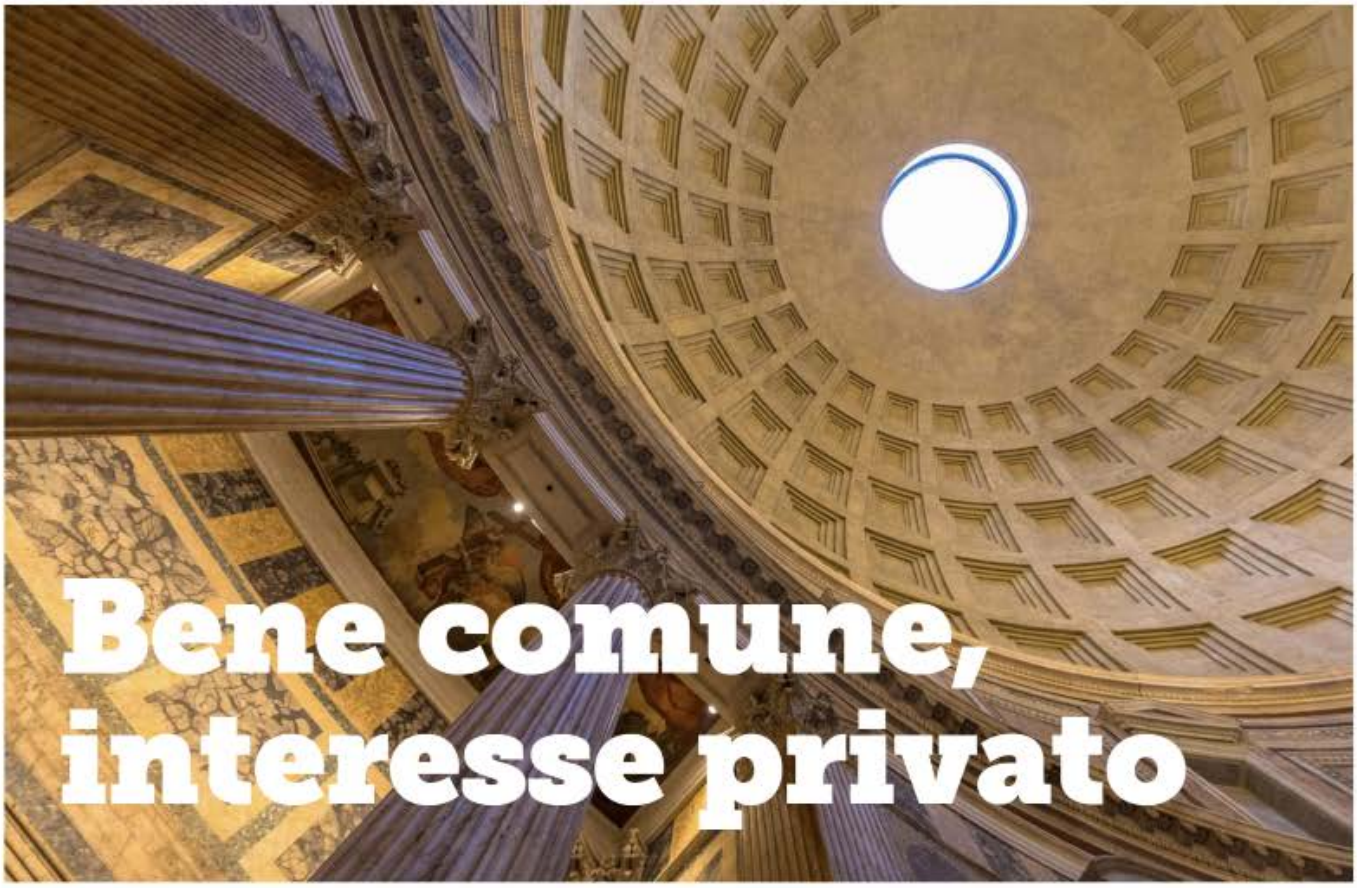
a cura di Federico Introzzi



Bene comune, interesse privato

I mercati privati sono ormai anni che attirano un crescente interesse, ma soprattutto da parte di una sempre più ampia varietà di investitori, non più solo istituzionali. I bei tempi delle agognate Ipo sono trascorsi, le imprese non sono più interessate a quotarsi, ma ben disposte nel dialogare con potenziali investitori privati. Quali sono i pro e i contro di questa asset class? È davvero possibile conciliare benessere della società, con l'interesse degli investitori?

Tanto sfuggenti e impalpabili, quanto concreti e tangibili. È il mondo degli investimenti alternativi, o meglio, quello dei Private Market. Sicuramente curioso è che all'interno della stessa definizione possano convivere la solida concretezza di materie prime e infrastrutture, unitamente a tutte le altre forme di investimenti per l'appunto 'alternativi', a partire dal vasto universo del non quotato.

Per certi versi, e a ben vedere, una somiglianza è forse possibile trovarla: l'estrema illiquidità dei mercati privati può nel corso del tempo assumere una qualche sfumatura di tangibilità? Si tratta del resto di investimenti altrettanto reali e concreti, quali le Pmi del manifatturiero europeo, start up altamente innovative del BioTech, spinoff ad esempio dei politecnici federali svizzeri, per arrivare alle grandi Maison della moda e dell'orologiero. In una parola: alternativi.

Se all'interno dell'attuale breve parentesi sono davvero considerati tali, una possibile aggiunta all'interno di un portafoglio bilanciato e con una buona redditività, almeno sulla carta e a patto di non trovarsi nel 2022, sino a pochi mesi fa gli alternativi, nell'epoca dell'epica caccia 'al rendimento' in presenza di tassi d'interesse nominali pesantemente negativi, erano una scelta autoimposta, come lo erano stati per centinaia d'anni.

A eccezione infatti di una fase della storia antica, limitata e circoscritta anche geograficamente, i possibili investimenti si erano sempre concretizzati negli attuali sbrigativamente definiti alternativi, dunque immobili per i più ambiziosi, castelli e tenute, mentre materie prime per i più scaltri e timorati, metalli rari e preziosi. In questo non fanno eccezione nemmeno oggi i Paesi emergenti, Cina e India in testa, con un ruolo chiave ricoperto ancora da case e terre, o molti Sviluppati, nel caso dell'immobiliare. Segno forse che anche la più ingegnerizzata ed eterea forma di finanza necessiti ogni tanto di almeno un po' di tangibile concretezza?

Ma a proposito di quella fase limitata e circoscritta, romana ed europea, prima repubblicana e poi imperiale. Nonostante nel corso dei secoli, dalla sua fondazione, Roma avesse sviluppato anche per necessità e contingenza una forma estremamente evoluta di sistema economico e finanziario, i beni d'investimento che la tradizione imponeva ai ceti più alti erano proprio alternativi, ma tra questi quelli con marginalità e rendimento inferiori. Dunque, buona parte del patrimonio di un senatore doveva essere in immobili,

principalmente in patria e all'estero, a compensare una seconda 'asset class' oggi discutibile, ma all'epoca diffusissima, gli schiavi, di gran lunga più remunerativi ma quindi anche molto costosi.

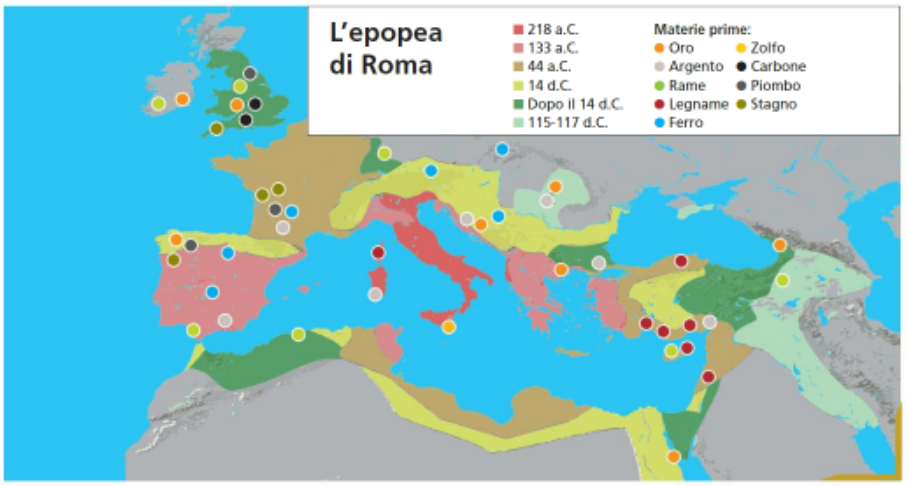
Non deve dunque sorprendere che nel corso del tempo molti nobili fossero 'decaduti', o avessero redditi e patrimoni appena sufficienti per mantenere un seggio in senato (tra questi lo stesso Giulio Cesare, della più nobile delle discendenze), dove invece iniziarono ad abbondare noti esponenti del ceto medio, dunque mercanti e in epoca imperiale nobiltà 'barbara'. Cosa aveva di così rivoluzionario il ceto medio? Molto semplicemente la possibilità di accedere a forme d'investimento più remunerative e più difficilmente tassabili, dunque azionario e obbligazionario, quotato e non quotato, tra queste attività produttive e commercio, trasporto marittimo e servizi.

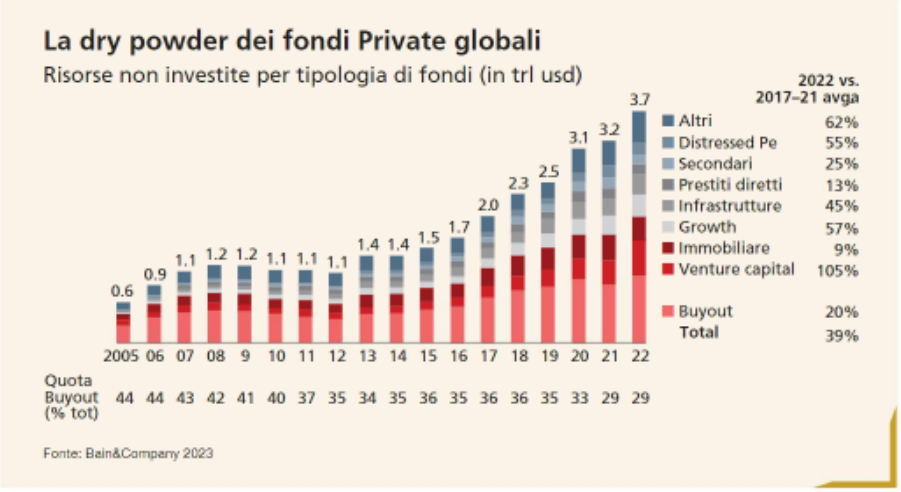
Il portafoglio di un senatore era dunque a tutti gli effetti al riparo da eventuali pressioni inflative, o almeno in teoria, ma soffriva di forte illiquidità, che nelle fasi più tormentate della storia romana collimava con gravi crisi di liquidità. Allo stesso tempo era però anche soggetto a imposte e tributi che nelle fasi turbolente restavano una concreta alternativa per rimpinguare celermente le casse dello Stato, per quanto, e ne va dato atto, patrizi e senatori in più di un'occasione contribuirono alle esigenze di Roma con forme di tassazione spontanea, organizzandosi per raccogliere le risorse necessarie all'emergenza del momento. È in occasione di tali circostanze che nacque ad esempio il concetto moderno di 'società per azioni', durante le Guerre Puniche.

Emergenza monetaria. Nel corso dell'ultimo decennio, sull'onda lunga della Crisi del 2008, con svariati trilioni di dollari di titoli a rendimento nominale negativo, l'interesse per il mondo alternativo si era fatto forte come mai prima. Evitando gli eccessi, era improbabile discuterne dal tabaccaio, l'asset class si era ritagliata un ruolo chiave nel garantire un minimo di rendimento ai portafogli, non solo più sofisticati. «I mercati privati hanno storicamente sovraperformato quelli pubblici; allo stato attuale le azioni quotate sono scambiate a valutazioni elevate, almeno rispetto alle medie di lungo periodo, e si trovano confrontate con tensioni a livello di utili e di una restrizione monetaria ancora tutta da metabolizzare. Tra il 2001 e il 2022 l'indice globale Private Equity di Cambridge Associates ha garantito rendimenti annui superiori al 13%, rispetto a un ben più modesto 5,8 per le azioni quotate globali, e anche nei prossimi anni è prevedibile che continueranno a sovraperformare i titoli pubblici. All'interno di un portafoglio ben diversificato possono raggiungere un'esposizione del 20%, con ulteriori opportunità tutte da cogliere in fasi di mercato particolarmente volatili», esordisce così Elena Guglielmin, Cio di Ubs Wealth Management.

Voltata pagina nei mesi dell'emergenza inflativa, quanto è cambiato lo scenario per il segmento a fronte del rapido inasprirsi della politica monetaria in tutte le principali macroregioni? «La domanda da un trilione di dollari è per quanto tempo i tassi rimarranno sugli attuali livelli, con tutti gli indicatori che lasciano presagire un chiaro 'più in alto, e più a lungo', sia nel caso della Fed, sia per la Bce. Ci sono pochi motivi che potrebbero spingere a un cambio di rotta imminente o repentino, dunque gli investitori non dovrebbero attendersi alcun taglio dei tassi entro 12 mesi, agendo di conseguenza a livello di portafoglio e asset allocation. È in ogni caso improbabile si possa tornare, anche in futuro, alla situazione dello scorso decennio», rileva Geoffroy Troesch, Head of Investment Management Private Markets di Union Bancaire Privée (Ubp).

Più in alto, e più a lungo. Ma quanto? Tra il luglio 2022 e il settembre 2023 la Bce ha alzato i tassi di riferimento di 400 bp, portandoli al 4%, analogamente alla Fed, e all'orizzonte non ci sono segnali particolarmente concilianti, e questo non tarderà ad avere un impatto sul mondo produttivo. «La buona notizia è che i tassi dovrebbero aver finalmente raggiunto il loro picco. La corsa del prezzo del de-





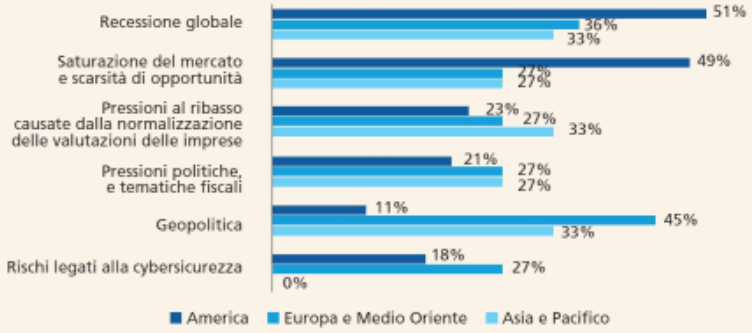
Nonostante l'espansione dei territori soggetti a Roma, spesso il patrimonio dei sanatori rimaneva ancorato all'Italia, con diversi problemi in termini di redditività. L'interesse per gli investimenti alternativi corre da anni, tanto da non riuscire a tenere il passo degli investimenti.

«Rispetto alle strategie pubbliche, il credito privato ha sempre offerto rendimenti maggiori per una semplice ragione: i gestori sono in grado di ottenere protezione dai ribassi, grazie a un'ampia e particolareggiata due diligence dei potenziali mutuatari, e covenant interessanti»

Marco Bizzozero,
Head of International
di iCapital

L'industria del Private Equity

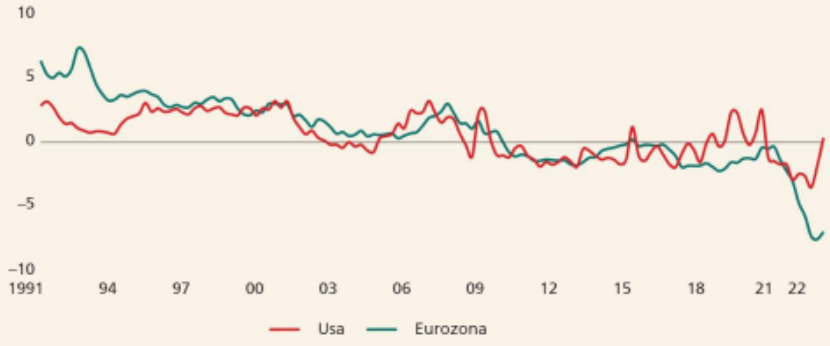
Le principali preoccupazioni degli operatori di settore nel 2023 per regione



Fonte: E&Y 2023

Questione di interessi

Andamento dei tassi d'interesse reali per regione (in %)



Fonte: Fed, Ihs Markit

Per quanto almeno in apparenza i rendimenti delle asset class più tradizionali si siano riportati su livelli più accettabili, l'apparenza si limita in termini nominali. Da un punto di vista reale il problema resta, da qui il costante interesse verso quegli investimenti che in termini di rendimento resistono, gli alternativi. Ma quali sono le principali preoccupazioni degli operatori?

naro non è però indolore nemmeno per gli operatori dei Private Market, andati rapidamente aumentando negli ultimi anni. Visti gli interessi zero il costo del loro finanziamento era particolarmente contenuto, e questo consentiva di fare molta leva nelle operazioni impiegando relativamente poco capitale proprio; oggi è molto diverso e i rapporti si stanno invertendo. Da un precedente 60/40, ora è il capitale proprio a coprire il 60% del costo dell'operazione, il che costituisce un ritorno alla normalità. Ciononostante il mercato non si è fermato, continua a esserci interesse, e gli operatori stanno continuando a lavorare, indice che non fosse solo una necessità del momento, ma un trend strutturale», chiarisce Alessandro Santini, Executive Board Member ed Head of Corporate & Investment banking di Ceresio Investors, oltre che responsabile di Ceresio Private Market, struttura d'investimento nel settore.

Guardando al segmento più rischioso i riflessi non hanno tardato a palesarsi, anche nel caso dei leader di settore, e nelle industrie più promettenti. «Le difficoltà si registrano sia in termini di raccolta che di valutazioni azionarie nel Venture Capital. Rispetto all'anno precedente le start up europee nel primo trimestre 2023 hanno raccolto appena 10,6 miliardi di dollari, con un calo del 66% sull'anno precedente, analogamente alle valutazioni che hanno corretto sino al -60%, tra le maggiormente impattate le start up a crescita più elevata nel 2022, sostenute dunque da flussi di cassa o profitti lordi poco solidi. Nonostante le difficoltà delle stime, stando ai dati del SaaS, rispetto al picco del 2020 di 19,4 volte il fatturato, le valutazioni nel Vc sono scese ora a 7,8. Nei mercati privati, invece, scendono ulteriormente a 4,7x Ev rispetto al fatturato», commenta Marc-Phillipe Davies, Ceo di Key Family Partners (Kfp).

Nel più lungo termine cosa è dunque lecito attendersi, più in generale, dall'intero segmento? «In termini di valutazioni sono due le leve d'azione, la prima interna, e derivante dall'abilità del management, ossia la generazione di flussi di cassa stabili e crescita del business, l'altra più esogena, il costo del capitale utilizzato per attualizzare tali flussi, determinata dal ciclo a livello micro e macro. Negli ultimi decenni entrambe hanno lavorato all'unisono, il costo è diminuito, e le imprese hanno ottenuto buoni risultati. Nei prossimi anni è però probabile che le aziende dovranno fare maggior affidamento sulle proprie capacità, e meno sulla macroeconomia, non è dunque irragionevole aspettarsi un calo delle performance, il che è un paradosso. Mentre le valutazioni si adegueranno è probabile si assisterà a un rimbalzo delle performance a partire dalle annate 2023, mantenere la cui diversificazione è fondamentale in termini di portafoglio», nota il responsabile di Ubp.

Il rubinetto è chiuso. Il brusco inasprirsi del quadro monetario, specie nel Vecchio Continente, non è privo di conseguenze molto pratiche sul tessuto produttivo per la struttura stessa sui generis del mercato del credito. «Veniamo da una fase storica profondamente anomala che dovrebbe essersi chiusa. La bolla era avere i tassi negativi, ora stiamo tornando a una normalità che sta però già impattando le Pmi. Per loro natura sono storicamente sottocapitalizzate, e non generano profitti straordinari, ma buoni flussi di cassa che le consentono di rimanere sane. Il poco patrimonio le ha sempre spinte a rivolgersi al credito bancario per finanziare la propria attività che è arrivato a coprire sino al 90% del fabbisogno. Il repentino cambio di passo pone oggi qualche incertezza, come largamente previsto», chiarisce l'esperto di Ceresio Investors.

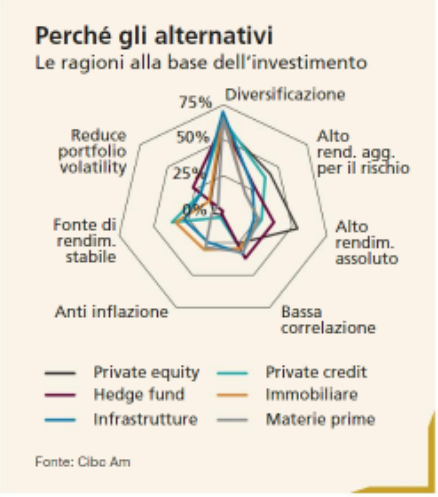
È pur vero si tratti di una tendenza, quella delle banche, iniziata già da tempo e che è ben poco imputabile a fattori squisitamente monetari. «La ritirata delle banche dal credito rivolto alle Pmi va accelerando dal post 2008, prevalentemente quale risultato dell'inasprirsi del quadro normativo di riferimento, e dei requisiti di capitalizzazione. Basilea III ha ad esempio aumentato ulteriormente l'importo minimo di attività liquide da accantonare sul totale dei crediti erogati in particolare alle Pmi. Si stima che il credito bancario in poco più di un decennio si sia contratto di oltre 2 trilioni di dollari in Europa, con prima Brexit e ora le Banche Centrali che hanno esacerbato un contesto già complicato di suo», rileva Marco Bizzozero, Head of International di iCapital.

L'irrobustirsi di tale dinamica pone il Vecchio Continente innanzi a quello che a tutti gli effetti è un paradosso, e nemmeno troppo celato. «Una delle poche cose a non mancare in Europa è il risparmio, la propensione delle famiglie a generarlo è tra le più alte al mondo, e non sanno cosa farne. Al tempo stesso le Pmi europee sono tra quelle che ne avrebbero maggior bisogno. Nonostante i passi in avanti, ad esempio nel caso delle Start up, gli Stati dovrebbero approvare sgravi fiscali molto più importanti per tutti i privati che decidano di investire nel capitale delle Pmi, da un lato per compensarne l'illiquidità dall'altro per le esternalità positive generate a beneficio dell'intera collettività, e non dovrebbero essere provvedimenti spot o una tantum, ma strutturali. Una soluzione che andrebbe a tamponare l'altro problema, il forte calo d'interesse rispetto alle Ipo», mette in evidenza Santini.

Le alternative. Alla cronica mancanza di capitali le soluzioni non mancherebbero, proprio a fronte dell'immenso risparmio disponibile, eppure per un qualche disallineamento astrale sono decenni che le soluzioni latitano. Dunque? «È ormai acclarato che le imprese restino sempre più a lungo private, o che

«L'Europa negli ultimi anni ha fatto bene, avvicinandosi agli Stati Uniti in questo ambito decisivo per lo sviluppo delle imprese. Non bisogna dimenticare che nel rivolgersi agli investitori privati questi possano mettere a disposizione delle imprese investite conoscenze e network»

Alessandro Santini,
Head of Corporate Advisory & Investment Banking di Ceresio Investors



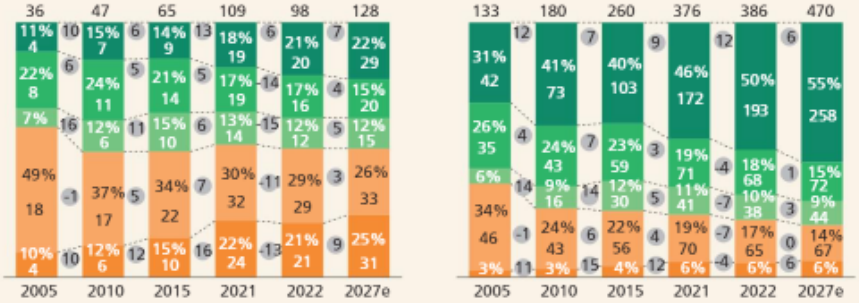
La piccola Svizzera è spesso al centro di interesse per acquisizioni da parte di fondi e società estere, dal resto d'Europa, ma anche in direzione opposta, Pmi svizzere guardano con interesse ai mercati limitrofi, per allargare il proprio raggio di attività. Le M&A tra società non troppo grandi sono una parte importante delle attività degli operatori dei mercati privati. Ma perché investirvi?

«Nei mercati dei capitali si è verificato un grosso cambiamento culturale. Al di là della perdita d'interesse per le Ipo, le imprese che decidono di fare il grande passo sono molto più vecchie di un tempo. Molte delle più interessanti si sono invece chiamate fuori del tutto»

Peter Singlehurst,
Head of the Private Companies Team di Baillie Gifford

L'Asset under Management globale

Quota per asset class (sx, trl) e sui rendimenti totali (dx, mld) in usd



Fonte: Bcg Global Am 2023

Liquidi ma quanto?

Progettare un portafoglio d'investimento multi-asset che preveda sin dal principio la presenza di una quota più o meno significativa di alternativi, e dunque anche Private Market, può non essere la più agevole delle operazioni. «In questo senso è particolarmente utile muovere da view macroeconomiche considerate credibili, si tratta infatti di un'asset class particolarmente sensibile alle fasi del ciclo economico. È vero che l'illiquidità offra un premio, ma la sua entità dipende molto dal punto d'ingresso, e di conseguenza dall'annata. Altrettanto importante, più che nei mercati pubblici, la dispersione del rendimento tra i fondi è molto pronunciata, anche di decine di punti percentuali», nota l'esperto di Natixis.
Se anche elementi comuni impattano sia mercati pubblici che privati, questo non per forza ha la stessa rilevanza. «Considerata la dimensione di lungo periodo che tali investimenti presentano, il market timing non dovrebbe assumere un ruolo eccessivo, diversamente la diversificazione. È opportuno impiegare fondi diversi per settore, area geografica, gestore, strategia... Un ruolo importante l'assume anche l'annata che permette di esporsi a varie opportunità e condizioni di mercato, per mitigare la variabilità delle performance», rileva il Cio di Ubs.
Un ruolo altrettanto critico, trattandosi di posizioni fortemente illiquide, l'assume proprio la liquidità e dunque la sua gestione. «Sono molti i meccanismi di liquidità che possono essere incorporati da un portafoglio, ad esempio le finestre di uscita, o il prevedere l'investimento anche in fondi secondari, con un effetto di appiattimento della J-curve. Si può però rafforzarla ulteriormente ricorrendo a forme di coinvestimento e arbitraggio, ad esempio rispetto ai periodi di apertura e chiusura dei singoli fondi», conclude Gawer.

ricorrano comunque a debito al di fuori dei mercati pubblici, e che nella maggior parte dei casi anche laddove possibile evitino la quotazione. Da qui il ruolo decisivo che private debt ed equity possono ricoprire in termini di diversificazione di portafoglio. È altrettanto chiaro che il numero di aziende statunitensi investite da Private Equity sia più che quintuplicato in un ventennio, mentre il numero di quelle quotate sia fortemente diminuito, da 6.917 nel 2000 a 4.266 nel 2019. I risultati di uno studio inglese mostrano inoltre i molti vantaggi che una proprietà private porti all'azienda anche in periodi di forti tensioni di mercato, a vantaggio dunque del rendimento dei fondi di Private Equity», chiosa il Cio di Ubs.

Che sia pubblico o privato in Europa un problema continua però a sopravvivere, come mostrano chiaramente i dati. «Le 25 milioni di Pmi europee rappresentano oltre il 99% del totale delle imprese ivi insediate, da sole valgono oltre la metà del Pil della regione e danno lavoro a quasi 100 milioni di persone. La stessa Commissione Europea ha più volte evidenziato che l'accesso ai capitali sia uno dei problemi più urgenti da risolvere, essendogli sostanzialmente precluso anche l'accesso al mercato obbligazionario, il che le espone ulteriormente alle dinamiche del settore bancario. Il mercato del credito privato è cresciuto globalmente a un buon ritmo, e il Vecchio Continente non fa eccezione, ciononostante degli 1,5 trilioni di asset gestiti nel 2022 solo 400 miliardi erano in Europa», rileva Bizzozero.

Ma a cosa è dovuta tutta questa apparentemente inspiegabile ritrosia verso il *Go public*? «Il Private Equity è decisamente più dinamico e attrattivo, specie per i più piccoli. Nonostante quanto sostengano molti, sotto i 500 milioni di capitalizzazione è difficile la Borsa possa essere la soluzione, a meno di non avere già una strategia consolidata di crescita accelerata. In molti casi l'unico beneficio è in termini di visibilità, ma pagata a caro prezzo, rispetto alla facilità con cui un'impresa promettente e scalpitante potrebbe raccogliere sui mercati privati.

È in capo alla netta minoranza dell'esposizione agli investimenti alternativi, la generazione della maggior parte dei rendimenti dell'industria finanziaria.

Molte recenti Ipo mostrano infatti che se il titolo non scambia, perché l'azienda non attira l'interesse degli investitori, nei fatti è illiquida al pari che in precedenza», prosegue l'esperto di Ceresio Investors.

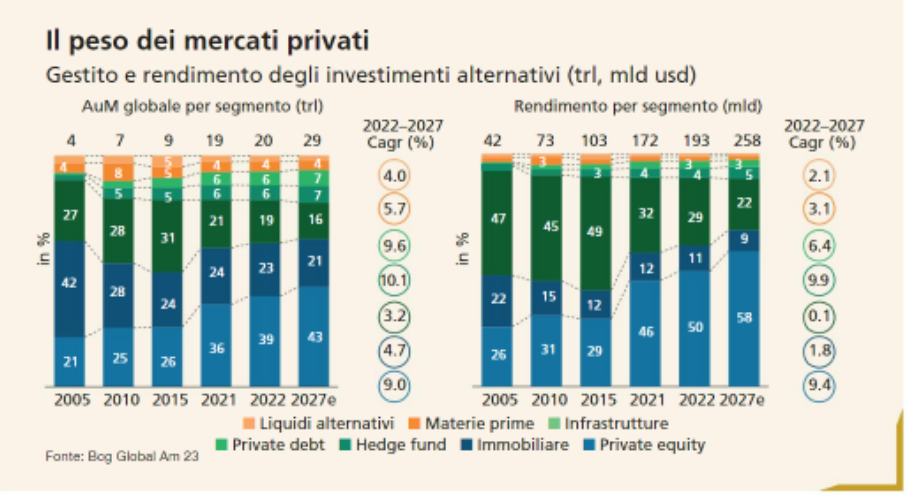
In chiave di più lungo termine i movimenti sono interni allo stesso settore, con una variazione importante della sua architettura. Un altro dato da non sottovalutare. «Il settore sta vivendo una lunga fase di consolidamento, con operazioni di M&A tra fondi continue, fenomeno che proseguirà. Il fatto che raccogliere fondi diventi più impegnativo, spinge gli operatori a diversificare le proprie competenze per poter offrire agli investitori una più ampia gamma di strategie. Nei prossimi anni il numero di gestori di piccole e medie dimensioni diminuirà, e la vera differenza la faranno le realtà specializzate in nicchie di mercato, con ottime performance e una base di investitori già fidelizzati. Parimenti, l'aumento delle dimensioni spingerà a focalizzarsi su aziende target più grandi, che potrebbero finire con lo scarseggiare, ponendo nuovi problemi», evidenzia Troesch.

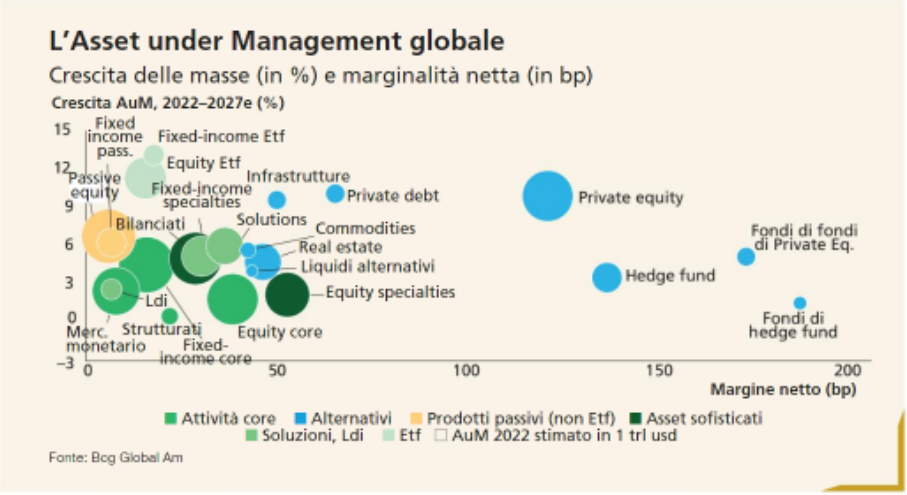
Se una tendenza di mercato ha spinto alcune Case a concentrarsi su una maggiore offerta, è però vero anche il contrario, e qualcosa è successo. «L'industria è in molti casi andata a specializzarsi su settori specifici, intuendo che sarà lì, e nella componente non quotata, a crearsi molto valore nei prossimi anni. Sono nati così molti fondi privati tematici, concentrati su megatrend strutturali, ma guidati da gestori esperti di Private Equity, di grande esperienza e fama. Si tratta dell'anello di congiunzione tra grandi rendimenti per gli investitori di oggi e bisogno di capitale delle imprese di domani», mette in evidenza Ferdinand Dalhuisen, Managing Director Private Equity di Oddo Bhf Am.

L'attuale fase congiunturale è andata a inserirsi in una fase più ampia che nell'arco di un decennio, specie in Europa, ha visto molti nodi venire al pettine. «Il succedersi di crisi e problemi di diversa natura hanno nei fatti già portato a una scrematura nel tessuto economico, le Pmi sopravvissute nella maggior parte dei casi sono sufficientemente robuste da sopravvivere a una breve parentesi di tassi d'interesse più alti. Il mercato europeo oggi seppur ancora indietro, è molto più vicino a quello statunitense di quanto non fosse pochi anni fa, e sono disponibili molte più alternative anche di finanziamento che possono tamponare le carenze bancarie. Il settore si è attrezzato, ha sviluppato le competenze necessarie, si sta consolidando, ed è pronto a sostenere le imprese che a loro volta sono molto più disponibili a dialogare con investitori privati di quanto non lo fossero un paio di generazioni fa», riflette Santini.

Questione di costi. Il settore ha dunque fatto tesoro della magica fase degli interessi negativi per strutturarsi, e get-

> «La maggior selettività delle banche costringe le Pmi a rivolgersi agli investitori privati, ben contenti di intervenire ma a un costo molto più alto. Se nel lungo non è sostenibile, nell'immediato le consegna nelle mani delle più grandi, il cui costo del debito è più contenuto»
>
> **Geoffroy Troesch,**
> Head of Investment Management – Private Markets di Ubp

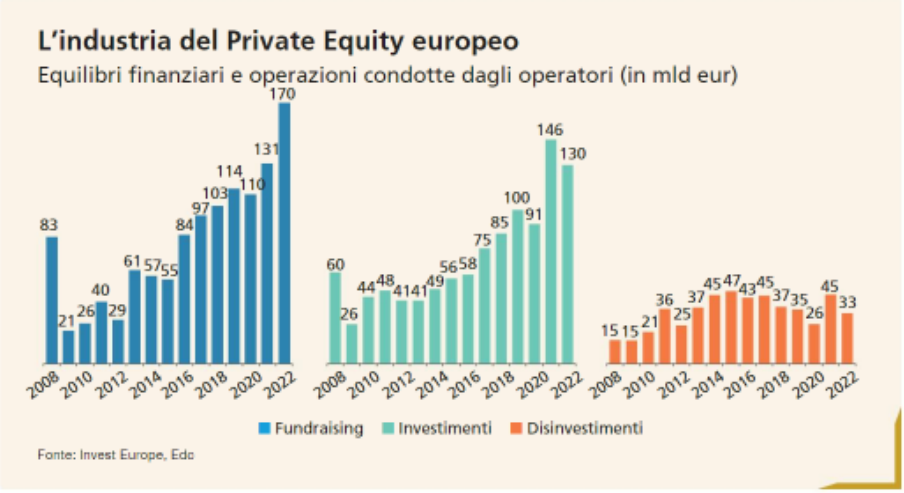


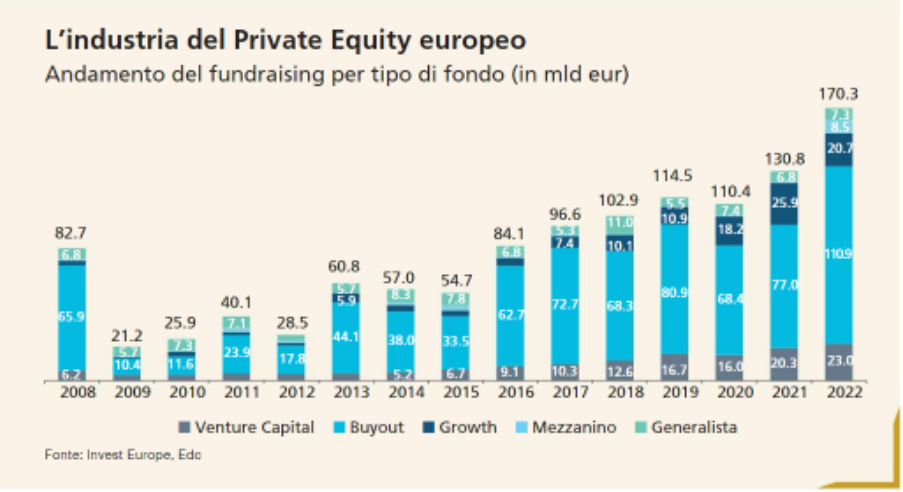


La marginalità che gli investimenti alternativi riescono a esprimere, anche al netto delle operazioni andate a buon fine, rimane del tutto straordinaria, e senza eguali rispetto alle altre asset class. Da qui la costanza dell'interesse da parte degli investitori, sempre meno specializzati. Gli equilibri dell'industria vanno anche rapidamente evolvendo.

«L'industria è andata a specializzarsi su settori specifici, intuendo che sarà lì, e nella componente non quotata, a crearsi valore nei prossimi anni. Sono nati così molti fondi privati tematici. L'anello di congiunzione tra rendimenti per gli investitori di oggi e bisogni delle imprese di domani»

Ferdinand Dalhuisen,
Managing Director Private Equity
di Oddo Bhf Am





L'Europa si conferma essere una regione particolarmente vivace da un punto di vista di mercato, avendo recuperato molto e in fretta anche rispetto agli Stati Uniti, ma ancora di dimensioni troppo contenute rispetto alle esigenze delle imprese. I numeri sul tavolo sono imponenti, ma la restrizione del credito bancario solleva una certa urgenza nello sbloccare la situazione d'insieme.

tare solide fondamenta con cui oggi può guardare con serenità agli sviluppi di mercato, facendo la sua parte per il benessere delle società avanzate. Non per questo mancano però i problemi. «Tassi più alti, e valutazioni più basse rendono le operazioni di rifinanziamento tutte in salita. La più pronunciata selettività delle banche costringe le Pmi a rivolgersi altrove, agli investitori privati, ben contenti di intervenire ma a un costo molto più alto, dunque con 600/800 bp in aggiunta al Sofr o equivalente. Se nel lungo periodo non è certo sostenibile, nell'immediato le consegna nelle mani delle più grandi, il cui costo del debito è molto più contenuto, pronte ad acquisirle a sconto. Il tasso d'insolvenza dei fondi maggiori resta contenuto, il che significa che il servizio del debito è assicurato, ma ciò va a scapito dei progetti di crescita; ad esempio negli Stati Uniti le risorse destinate agli investitori sono raddoppiate in un biennio. È una fase di aggiustamento, in cui a prevalere è la prudenza», rileva l'esperto di Ubp.

Accortezze e prudenza come quelle richieste agli operatori di settore. «Le strategie d'investimento sono già state riviste: una disciplina più rigorosa nell'impiego del capitale, ipotesi di espansione dei multipli più conservative, e una particolare attenzione sulla creazione di valore alla base dei rendimenti sono già realtà. Questo segnala un'evoluzione chiara dell'industria, che fa molto meno affidamento sull'ingegneria finanziaria quale fonte di rendimento rispetto alle origini. Anche la leva applicata, ad esempio nelle operazioni di buyout negli Stati Uniti è molto più contenuta e sfiora il 50%, e potrebbe ulteriormente scendere, e/o il costo del debito potrebbe essere coperto mediante swap tra flussi a tasso variabile e fisso», chiosa Guglielmin.

Un'inversione di rotta decisa, dettata dalle circostanze più che non da una diversa consapevolezza del mercato, ma che contribuisce nello stabilizzarlo ulteriormente. «Solo tre anni fa si trovavano casi di leva sino al 70%, che all'attuale costo sarebbe davvero difficile ripagare. Usando più capitale proprio il rendimento inevitabilmente si abbassa, e ci vuole dunque più tempo per rientrare dell'investimento, ma si crea anche minor stress finanziario, che si confronta con la lungimiranza di molti investitori disponibili a ragionare sul lungo periodo, rinunciando nell'immediato a qualcosa. Tra questi rientrato spesso i Family Office e i club deal, disposti a versare personalmente il capitale», nota l'esperto del Ceresio.

Tra Debt ed Equity. Nello specifico, venendo a qualche numero, quando si parla di mercati privati ora della fine di cosa si sta teorizzando? Lo scontro tra investitori retail e istituzionali, quanto pesa sull'asset class? «I numeri in campo sono dei più notevoli, e danno una vaga idea della rilevanza di questa tematica. Se-

condo Bain&Company nel 2022 gli investitori retail detenevano globalmente patrimoni pari a 140-150 trilioni di dollari, rispetto ai 135-145 trilioni gestiti dagli istituzionali. Si stima però che nel caso dei primi le strategie alternative pesino per meno del 5% del patrimonio investibile, spesso per ragioni storiche. Il processo d'investimento è sempre stato macchinoso, non c'è mai stata una particolare alfabetizzazione in materia, l'investimento minimo era molto elevato, e soprattutto l'accesso ai gestori molto limitato», chiarisce il responsabile di iCapital.

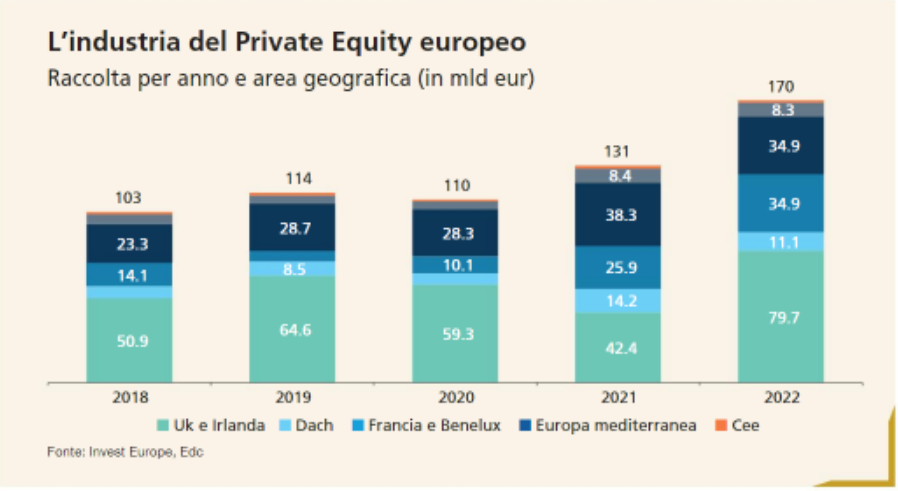
Il viaggio dei mercati privati arriva da lontano, ed è stato particolarmente lungo e accidentato, ma gode ormai di buona notorietà, con un interesse andato maturando nell'ultimo decennio. «Nell'arco di mezzo secolo il panorama del Private Equity è evoluto radicalmente, e oltre ogni previsione. È un settore finalmente maturo, in cui non mancano le sfide normative, ma in termini di trasparenza e professionalità il miglioramento c'è stato, e si vede. Negli ultimi anni l'interesse espresso dagli investitori è stato logicamente trainato dalla mancanza cronica di rendimenti nei mercati pubblici, e la ricerca di alternative percorribili ha aperto questa nuova fase, che ci aspettiamo sia in ambito azionario che obbligazionario prosegua», sottolinea Davies.

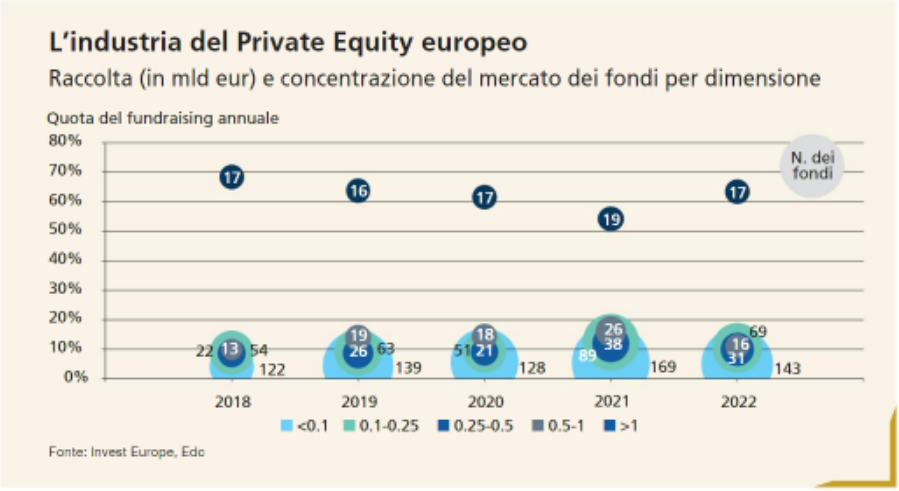
Pur stando all'interno di una dimensione Equity e di aree geografiche o settoriali ristrette, le differenze sono però delle più sostanziali, con squilibri ben maggiori rispetto ai mercati pubblici, da qui una certa prudenza, e l'indispensabile competenza verso la materia trattata. «Sono le dislocazioni di mercato a offrire buoni punti d'ingresso. Tuttavia seppur i multipli di valutazione settoriali si siano sostanzialmente fermati nel 2022, la loro dispersione rimane elevata. Le società più esposte a dinamiche recessive, e che non sono riuscite a trasferire i rincari ai clienti, hanno visto una contrazione a livello di valutazioni, diversamente dalle più forti e resilienti che hanno mantenuto valutazioni a premio. Elevata dispersione e dislocazioni di mercato sempre possibili consegnano a gestori e investitori opportunità preziose», nota il Cio di Ubs.

Analogamente il reddito fisso, seppur confrontato ad altre dinamiche e pressioni. «Rispetto alle strategie pubbliche, il credito privato ha sempre offerto rendimenti maggiori per una semplice ragione: i gestori sono generalmente in grado di ottenere protezione dai ribassi, grazie a un'ampia e particolareggiata due diligence dei potenziali mutuatari, e covenant interessanti. Queste condizioni imposte dal finanziatore per tutelarsi gli consentono infatti di intervenire e risolvere tempestivamente i potenziali problemi che potrebbero ostacolare il servizio del debito, la cui struttura è comunque a sua volta particolare. Gli interessi applicati hanno

«A patto di saperli gestire, gli alternativi richiedono un lavoro preparatorio importante, nel nostro caso valutando la possibilità di oltre 250 operazioni, oltre al timing su più anni rispetto alla stessa azienda target, ma poi gli sforzi vengono ripagati. È il classico esempio dei fondi dell'Università di Yale»

Marc-Phillipe Davies,
Ceo di Key Family Partners





Nonostante la nascita di molti operatori locali, anche grazie allo sprone derivante dalla concorrenza extra-europea il mercato si conferma abbastanza concentrato, con pochi operatori specializzati con molte masse da investire. La raccolta continua a crescere, al pari dell'interesse di mercato e imprese, ma si accumulano anche risorse non ancora investite, in attesa di.

«È particolarmente utile muovere da view macroeconomiche considerate credibili, si tratta infatti di un'asset class particolarmente sensibile alle fasi del ciclo economico. È vero che l'illiquidità offra un premio, ma la sua entità dipende molto dal punto d'ingresso, e di conseguenza dall'annata»

Joseph Gawer,
Multi&Private Asset Financial Engineer
di Natixis Investment Managers

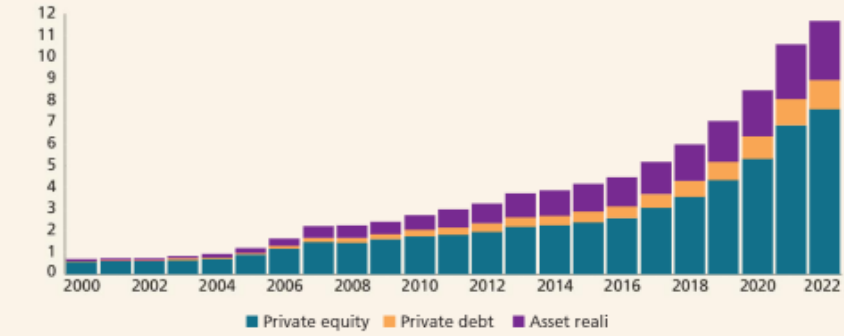
L'industria del Private Equity

Investimenti in Pe in % del Pil (per nazionalità dell'operatore)

Fonte: Invest Europe, Edc

Lo slancio della pandemia

Andamento dell'AuM degli alternativi 2000-2022 (usd trl)



Fonte: S&P Global 23

La pandemia, e le condizioni derivanti di politica monetaria troppo accomodante, hanno pesantemente depresso i mercati in termini di rendimenti, con troppa liquidità da allocare in attività alternative. La corsa agli alternativi ha dunque preso ulteriore slancio, in tempi sorprendentemente celeri. Crescono le quote di esposizione di portafoglio, ma più lentamente.

infatti uno spread superiore al tasso di riferimento variabile, che si muove di pari passo con gli aumenti dei tassi registratisi ad esempio negli ultimi 18 mesi, il che attenua il rischio di tasso, e protegge in un ambiente inflativo», chiarisce Bizzozero.

Il previsto aumento dei default, già in atto a dipendenza dei Paesi, dovrebbe essere facilmente assorbito anche dai fondi privati, grazie a tali misure, oltre a rendimenti particolarmente elevati. «Il prestito diretto continua a rappresentare un'opportunità interessante, anche con un rischio crescente di incappare in un default. Attualmente producono una cedola di quasi il 12,5% annuo, superiore dunque anche all'High Yield, che dovrebbe più che compensare una qualche eventuale perdita sui crediti; mentre nel 2022 hanno comunque offerto un buon rendimento del 6,3%. L'esposizione a tali mercati dovrebbe essere dunque importante all'interno di un portafoglio ben diversificato, nella consapevolezza di rischi e svantaggi. L'esperienza del gestore è fondamentale non avendo gli investitori alcun controllo sulle sue decisioni», prosegue Guglielmin.

Settore che vai… Se le differenze sono sostanziali nel caso dei mercati pubblici, con peculiarità nazionali che dettano spesso la linea, anche tra privati la situazione non è migliore, con settori che sono usciti premiati dagli ultimi vent'anni, e altri meno. «È probabilmente la tecnologia ad aver segnato un netto cambio di passo tra pre e post 2008, con le aziende del settore che hanno riflesso tale scarto decidendo di non quotarsi più, rimanendo private più a lungo, raccogliendo capitali tra investitori professionisti, saltando i vincoli di un'Ipo. A essere sorprendente è però il ruolo ricoperto proprio dalla tecnologia nel bilanciare i rapporti tra Sviluppati ed Emergenti. Se inizialmente era sfruttata per spostare la produzione in Paesi dove il costo della manodopera era inferiore e guadagnare quindi in competitività, oggi si sta verificando il contrario, con la tecnologia quale traino per rimpatriare parti crescenti della catena del valore, avvicinandosi al consumatore finale rimasto in molti casi nelle economie avanzate», precisa il Ceo di Kfp.

Una tendenza, quella a rimanere private per più tempo, se non del tutto, ben catturata dai dati. «Nei mercati dei capitali si è verificato un grosso cambiamento culturale, e in tempi molto rapidi. Aldilà della perdita d'interesse per la quotazione da parte di una quota crescente di società, quelle che decidono di fare il grande passo sono molto più vecchie di un tempo: nel 2022 l'età media era cresciuta a 10 anni, dalla fondazione, rispetto ai 5 di vent'anni prima. Molte delle più interessanti si sono invece chiamate fuori del tutto, nonostante valgano decine se non centinaia di miliardi di dollari. Realtà di primo piano, ma irraggiungibili per molti investitori, a meno di rivolgersi a società specializzate,

con team dedicati», commenta Peter Singlehurst, Head of the Private Companies Team di Baillie Gifford.

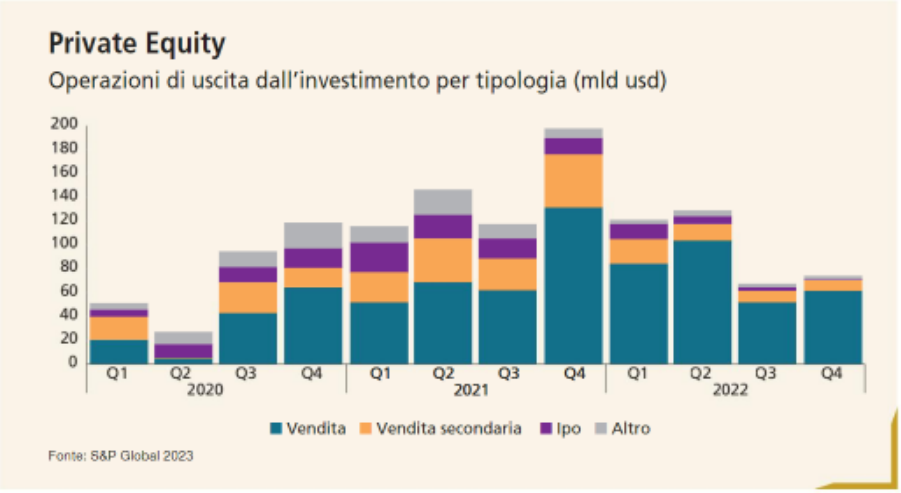
A giocare un ruolo chiave è spesso la geografia, o meglio, la cultura della regione di riferimento, con chiare differenze all'interno degli stessi gruppi di economie emergenti o avanzate. «Ad accomunare i Paesi in via di sviluppo è la crescita demografica, un importante driver di crescita nazionale e aziendale che non dovrebbe essere sottovalutata, seppur in presenza delle notevolissime difficoltà che una società privata possa presentare in mercati già molto opachi. Ma anche tra Paesi occidentali, le differenze restano, nonostante i forti miglioramenti registrati negli ultimi anni. Se il Nord America resta leader nelle tecnologie B2C, con i giganti della Silicon Valley, il Vecchio Continente è leader nel B2B, nel FinTech, e in tutti gli applicativi per l'industria, con ad esempio la Svizzera a ricoprire un ruolo di punta. Emulando le università statunitensi i Politecnici federali sono ormai da anni terreno fertile per il Vc con 3,1 miliardi di franchi investiti nel 2021, comunque pochi rispetto ai 5,2 di Israele e ai 14,1 del Regno Unito», rileva Davies.

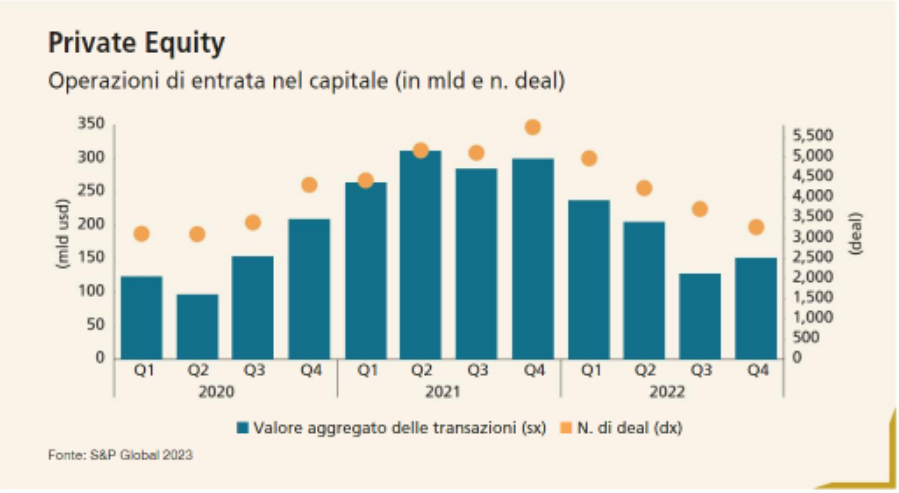
Nonostante i sostanziali progressi compiuti in relativamente poco tempo, le differenze comunque restano, e non sono trascurabili. «I Paesi anglosassoni restano un punto di riferimento, in generale in ambito finanziario, sono decisamente più maturi e avanzati, e anche nello specifico, con operatori di più lungo corso, e dimensioni completamente diverse dalle nostre europee. Negli ultimi anni si è comunque fatto molto, anche grazie all'intervento della concorrenza estera, ma restano le differenze tra singoli Stati membri, in termini di alfabetizzazione, culturali e di flessibilità tra domanda e offerta, con perduranti limiti normativi. Analogamente il Vc. Non bisogna però dimenticare un aspetto decisivo del rivolgersi a investitori privati: conoscenze e network che tali operatori possono offrire alle imprese investite, spesso molto più critici del 'semplice' capitale. Un panorama comunque complesso, con ad esempio Lusso e Agroalimentare che stanno andando bene, nonostante la congiuntura», riflette Santini.

Tra le principali problematiche da affrontare per questa asset class si trova al primo posto l'illiquidità, ossia il bloccare il capitale investito per diversi anni. Dunque che fare? «Il coniugare megatrend d'investimento di lungo periodo con gli alternativi è sicuramente destinato a regalare soddisfazioni. Sappiamo infatti che sono in atto tendenze che nel corso dei prossimi decenni plasmeranno una nuova realtà, come ad esempio la crescita esponenziale dei dati digitali e più in generale della tecnologia, che al tempo stesso sollevano non poche preoccupazioni sull'impatto che avranno nemmeno tra molti anni le cyber minacce in caso di

«I Governi si trovano a dover ridurre il rapporto debito/Pil, sostenendo la crescita e la spesa, con costi per interessi crescenti. La necessità di fonti alternative di finanziamento spalanca la porta ai gestori dei mercati privati, che possono avere un ruolo chiave nel plasmare l'economia di domani»

Elena Guglielmin,
Cio di Ubs Wealth Management

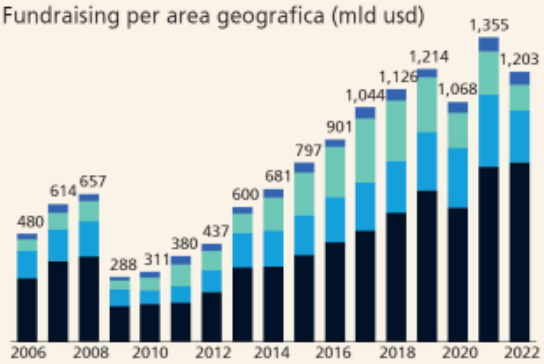




In molti casi il venir meno dell'interesse di molte imprese al quotarsi pone qualche grattacapo agli investitori privati presenti nel capitale. Crescono dunque le cessioni verso altre imprese, oltre che ad altri fondi e investitori, rimandando l'inevitabile. L'aumento delle risorse disponibili spinge anche a far lievitare l'importo delle singole transazioni, con il rischio di finire i target.

I mercati privati a livello globale

Fundraising per area geografica (mld usd)



	2017–22 Cagr %	2021–22 var. %
Totale	2.9	–11.4
Resto del Mondo	2.9	–9.3
Asia	–16.4	–39.0
Europa	1.6	–28.2
Nord America	10.1	2.4

Fonte: McKinsey 2023

Capitale? Non solo

Investire in alternativi, e più nello specifico nei mercati privati, è sì una fonte di diversificazione del portafoglio, e soprattutto di rendimento, ma andando oltre cosa rappresenta per nemmeno per l'investitore finale, ma per chi effettua l'operazione? «Nel nostro caso forniamo capitale a imprese che abbiano già raggiunto un discreto successo, ma che hanno bisogno di fare un ulteriore passo rispetto a venture capitalist e angel investor. Acquisiamo partecipazioni di minoranza per aiutare i fondatori a concentrarsi sulla fase di crescita successiva, si tratta infatti di una fase della vita dell'azienda in cui non si cercano più partner operativi, tipico del Vc, ma di supporto verso un'Ipo», rileva l'esperto di Baillie Gifford.
Il presupposto per investire, e pesantemente, in una società privata è la conoscenza della controparte, in molti sensi. «Siamo molto selettivi, oltre il 70% del totale investito viene infatti dalla nostra rete proprietaria, e nell'ultimo decennio siamo entrati in 135 società, dopo averne vagliate diverse centinaia all'anno. Costruiamo con loro relazioni profonde e durature con i fondatori, sostenendoli nei diversi round di finanziamento», prosegue Singlehurst.
Eppure, il capitale non è tutto. Anzi. «Ci confrontiamo spesso con fondatori e management sulle best practice delle società quotate, ad esempio rispetto alle strutture di Governance, sulla formazione del Board, o sui diritti di voto, senza dimenticare gli aspetti più attinenti alla cultura aziendale, che fanno spesso la differenza. È per questo che è fondamentale conoscersi», conclude l'esperto.

violazioni di sistemi finanziari, sanitari, energetici, di comunicazione… La pandemia ha invece riacceso i fari sulla necessità di poter contare su un sistema sanitario efficiente, mentre il conflitto in Europa orientale sul ruolo che le materie prime comunque ancora ricoprono nelle nostre economie», evidenzia il Cio di Ubs.

Materie prime critiche, a dipendenza dei casi per scarsità o problemi di fornitura, le cui possibili soluzioni si intrecciano con un altro elefante nella stanza: la crisi climatica. «Opportunità d'investimento nel megatrend ambientale non si trovano solo sui mercati pubblici, ma anche nei privati, con migliaia d'imprese nell'indotto delle quotate, e in molti casi ancor più centrali. All'interno del perimetro Esg dovrebbero essere però incluse anche quelle che contribuiscono alla trasformazione dei sistemi economici fornendo prodotti o servizi, come trasporti, energia e tecnologia. Accanto alla lotta all'aumento delle temperature, ci sono 800 milioni di persone che non hanno accesso all'acqua potabile, e altre 700 a rischio. In questo senso gli investimenti tematici, e i relativi fondi, ben catturano questi trend», nota l'esperto di Oddo.

I rischi. Incredibili opportunità, o comunque molto maggiori rispetto ai mercati tradizionali, accompagnate da sostanziali rendimenti, ma anche da qualche rischio. «L'interesse degli investitori per gli alternativi continua a crescere, soprattutto per migliorare la diversificazione, e

I mercati privati si confermano essere il traino degli investimenti alternativi, ma la variazione tra aree geografiche e anno su anno restano notevoli.

garantirsi un buon rendimento, affrontando più agevolmente il ciclo economico. Si sottovaluta però troppo spesso l'importanza di scegliere quale tipologia sia la migliore, dati gli obiettivi d'investimento, oltre al quando e come integrarla in un portafoglio di asset liquidi. Si tratta poi di scegliere quali asset includere, anche sulla base di valutazioni difficili da confrontare, ed è in questo che la gestione degli impegni, dei richiami di capitale e della distribuzione dei proventi diventa fondamentale», precisa Joseph Gawer, Multi&Private Asset Financial Engineer di Natixis Investment Managers Solutions.

Il problema delle valutazioni è sicuramente di difficile risoluzione, ma non impossibile da gestire. Come? «Adottiamo un processo solido e proattivo, aggiornando regolarmente le valutazioni per mantenere le società private in portafoglio al loro fair value. Il team dedicato, di cinque persone, monitora quotidianamente il mercato in attesa di eventi significativi, come un cambiamento dei fondamentali aziendali, un round di finanziamento, una ventilata acquisizione o Ipo, o sviluppi sui mercati pubblici potenzialmente impattanti, traendo le relative conclusioni», rileva l'esperto di Baillie Gifford.

Al tempo stesso, nel caso di un asset illiquido, è noto quando si entra, ma meno quando si esca. «A dover essere monitorato è anche il rischio di 'annata', da qui l'opportunità di una certa diversificazione, distribuendo l'esposizione su più anni. Ad avere una diretta incidenza sul rendimento sono del resto anche le condizioni di mercato all'uscita, muovendosi sempre con largo anticipo, in virtù della durata quasi decennale di un fondo specializzato», sintetizza Troesch.

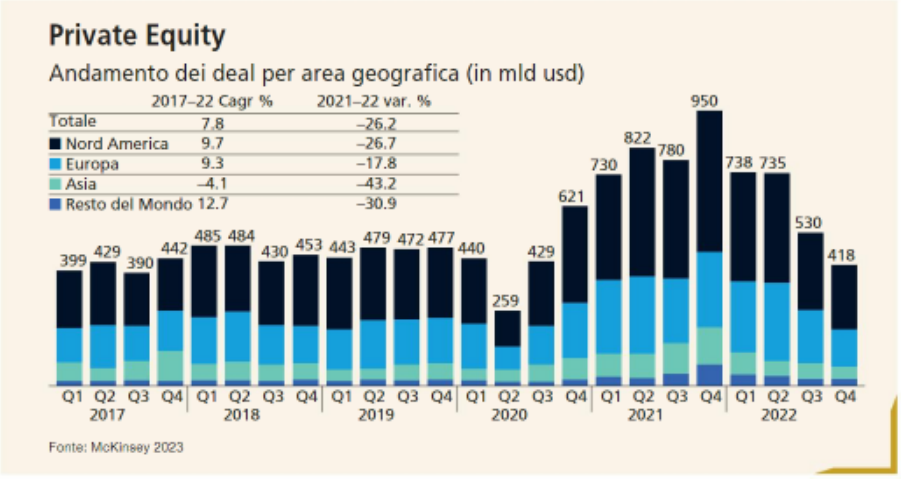
Si tratta dunque di rischi superiori a quelli dei mercati pubblici, o l'apparenza inganna? «A patto di saperli gestire, gli alternativi richiedono un lavoro preparatorio molto importante, nel nostro caso valutando la possibilità di oltre 250 operazioni, oltre al timing su più anni rispetto alla stessa azienda target, ma poi gli sforzi vengono ripagati. È il classico esempio dei fondi dell'Università di Yale, 41,4 miliardi di dollari di gestito, con un ren-

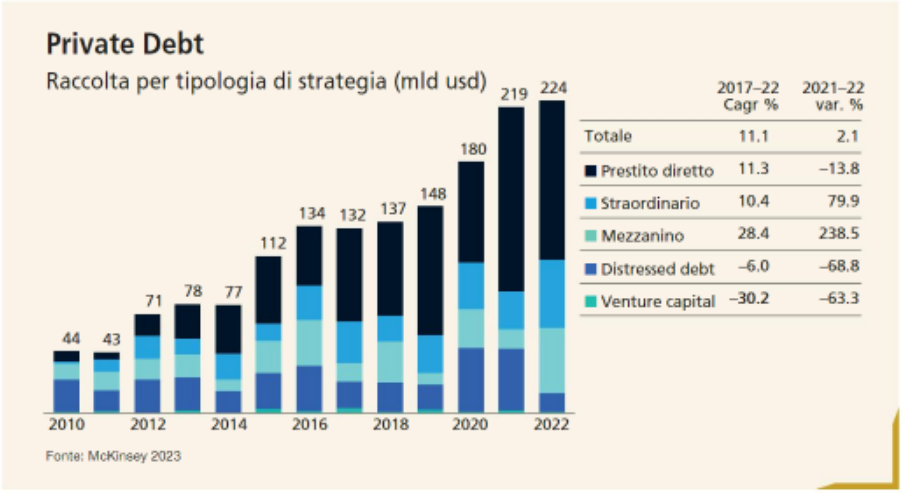
dimento medio annuo del 12% nell'ultimo ventennio. Il segreto? Oltre il 50% dell'esposizione è verso gli alternativi, il che giustifica il crescente interesse per il segmento, che rappresenta il futuro della Gestione», chiarisce il Ceo di Kfp.

Per il bene comune? Difficili condizioni di mercato, con un aumento della domanda di capitale, e una maggior prudenza sul lato dell'offerta, non mancano di creare distorsioni, ricche di riflessi non del tutto positivi. «Inflazione e tassi elevati potrebbero trasformare le nuove annate in molto interessanti, con rendimenti adeguati sostenuti da valutazioni più basse. Il baricentro si sta spostando verso gli acquirenti, ma questo non deve ingannare. Si tratta di un'asset class particolarmente complessa, in cui è fondamentale disporre di un'ampia rete e di esperienza nella scelta dei gestori, se però in passato era riservata a un gruppo selezionato di investitori, oggi qualcosa sta cambiando, grazie ad esempio agli Eltif, o alla francese Fcpr, che potrebbe spingere il trend anche in Germania», nota Dalhuisen.

A fare la differenza, anche in questo ambito e ancora una volta, la tecnologia. Con una rivoluzione che è già iniziata. «Lo sviluppo e il diffondersi di piattaforme FinTech come iCapital è ormai qualche anno che sta aprendo questa asset class anche agli investitori privati, sfruttando la tecnologia per facilitare l'accesso a fondi di alta qualità, a costi minimi, semplificando il processo di sottoscrizione e limitandone gli oneri. Aggregando gli impegni dei singoli in fondi feeder con minimi inferiori, consentono poi ai gestori di confrontarsi con un unico interlocutore, come nel caso di un istituzionale», precisa Bizzozero.

Ma cosa fare di queste potenzialmente sconfinate nuove risorse? «Già nel 2021 il debito pubblico globale sfiorava il 100% del Pil, e la situazione da allora non è certo migliorata, causa pandemia. I Governi si trovano dunque oggi confrontati con il dover ridurre il rapporto debito/Pil, sostenendo la crescita e la spesa, con costi per interessi crescenti. Trovare il giusto equilibrio tra repressione finanziaria e misure di liberalizzazione, richiederà però agli investitori di gestire il rischio tasso e quello di duration. La necessità di fonti alternative di finanziamento spalanca la porta ai gestori dei mercati privati, detentori di queste risorse, che possono avere un ruolo chiave nel plasmare l'economia di domani, individuando le imprese migliori e più innovative, bisognose di tali capitali», enfatizza Guglielmin.





Le cifre in campo, stando anche solo all'interno del perimetro del riscaldamento climatico, lasciano quanto meno riflettere. Che qualcosa debba essere davvero fatto? «Secondo le nostre ultime stime, sarebbero 5 i trilioni di euro necessari in tutto il mondo per limitare l'innalzamento delle temperature a 1,5 gradi. Da qui al 2030 l'Europa avrebbe bisogno di 260 miliardi d'investimenti annui, con forti variazioni tra settori. Tra il 2017 e il 2025 le energie rinnovabili cresceranno dell'8% annuo, mentre economia circolare e agricoltura sostenibile del 10, ancora meglio la mobilità sostenibile che crescerà del 32% nello stesso arco temporale», conclude l'esperto di Oddo.

Stati tenuti a rispettare qualche vincolo di bilancio in più, o se non ancora (il deficit americano sembra dire l'opposto) quanto meno presto, banche sempre più recalcitranti nell'assolvere ai loro compiti, per un perverso cortocircuito normativo dai dubbi risultati, un altrettanto dubbia, almeno nei desiderata dei banchieri centrali, stretta monetaria i cui effetti sono ancora soltanto agli inizi, consegnano nei fatti un quadro per il mercato del credito particolarmente complesso.

All'interno dell'alveo dei mercati privati, debt ed equity restano le locomotive dell'industria, con operazioni coraggiose ma redditizie sempre in lizza.

Tra i più colpiti? Le Pmi di una regione in cui se a mancare è comunque molto, quello che abbonda è proprio il risparmio delle famiglie. Si tratta dunque molto semplicemente di facilitare la messa in contatto tra le une, e le altre, in molti casi all'interno dello stesso condominio, con un unico chiaro obiettivo: il bene comune.

È infatti nell'interesse di tutti che il capitale trovi un impiego, e che questo sia anche produttivo per la società nel suo insieme. Da un lato un'equa remunerazione del risparmio per investitori/risparmiatori, dall'altro un supporto verso i veri motori del benessere del Vecchio Continente. Nulla di complicato. ❑