

5

a

Alternative Investments

Le principali tipologie

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**



Con la collaborazione di

LAZARD
FUND MANAGERS

| Autori

Matteo Costa

Laureato in Marketing e Gestione delle Imprese all'Università Ca' Foscari di Venezia e successivamente in Amministrazione, Finanza e Controllo all'Università Bocconi di Milano, perfeziona i suoi studi sostenendo e superando il CFA Level I. Inizia la sua carriera professionale in UniCredit, sede di Milano, come Special Credit Analyst nell'ambito delle ristrutturazioni del debito e dei processi di turnaround finanziario ed operativo. Successivamente consolida la sua esperienza finanziaria in Fiat Chrysler Automobiles, sede di Vienna, assumendo il ruolo di Financial Controller. Nel 2017 entra a far parte di Finint Investments SGR in qualità di Investment Analyst per il Fondo Strategico Trentino Alto Adige dove si occupa di valutazioni corporate e credit analysis.

Antonella Puca, CFA, Managing Director, BlueVal Group

Antonella Puca svolge attività di valutazione e consulenza nell'ambito dei fondi di investimento privati e degli alternative investments con sede a New York. Ha svolto il ruolo di Director, CFA Institute, Treasurer of the Board, CFA Society of New York e Member, Research Committee, AIMA. Ha lavorato con EY, KPMG e RSM a San Francisco e New York. Antonella si È laureata con lode in Economia all'Università Federico II di Napoli ed ha un Master in Law Studies della New York University.

a

Alternative Investments

Le principali tipologie

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**



Con la collaborazione di

LAZARD
FUND MANAGERS

CAPITOLO 1

HEDGE FUND

8

di Antonella Puca, CFA

Investimenti alternativi ora più vicini al «core»

a cura di Steve Alvarez,

Senior Vice President, Alternative Investments

LAZARD
FUND MANAGERS

36

CAPITOLO 2

PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

40

di Antonella Puca, CFA

I vantaggi di una strategia alternativa Long/Short

a cura di Léopold Arminjon,

Lead Portfolio Manager Lazard European Alternative Fund

LAZARD
FUND MANAGERS

80

5 | ALTERNATIVE INVESTMENTS

Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n. 15
gennaio-febbraio 2019 (registrato presso il
Tribunale di Milano n. 302 del 23/10/2015)

REALIZZAZIONE:

a cura della redazione ADVISOR

DIRETTORE RESPONSABILE:

Francesco D'Arco

GRAPHIC DESIGNER:

Luca Baraggia

INFOGRAFICHE:

Salvatore Tomaselli

PROPRIETARIO ED EDITORE:

Open Financial Communication Srl
Via Francesco Sforza, 14 - 20122 Milano

NON VENDIBILE

CAPITOLO 3

REAL ESTATE: LA PROTEZIONE CONTRO L'INFLAZIONE

82

di Maurizio Puzzon

**Un alternativo sconosciuto:
la categoria dei convertible arbitrage**

a cura di Sean Reynolds,

Lead Portfolio Manager Lazard Rathmore Alternative Fund

LAZARD
FUND MANAGERS

102

CAPITOLO 4

PRIVATE DEBT

104

di Edoardo Maria Venosi, CFA

CAPITOLO 5

MINIBOND

136

di Matteo Costa

Investimenti Alternativi: rischi e opportunità

Sono ormai trascorsi più di 10 anni dal fallimento di Lehman Brothers; la crisi finanziaria che ha avuto in una delle principali banche d'affari americane la sua vittima più illustre ha spinto banche centrali e governi (USA e Cina in particolare) a utilizzare misure eccezionali, in alcuni casi "sperimentali", per evitare l'avvicinamento verso una Grande Recessione globale stile Anni 30. Nel breve tale scenario è stato evitato, ma solo il tempo potrà dire se nel medio / lungo termine le scelte intraprese non abbiano prodotto conseguenze peggiori.

Quello che già oggi appare evidente è l'effetto che tali politiche hanno prodotto sulla tradizionale relazione tra rischio percepito e rendimento atteso degli investimenti finanziari. Il quantitative easing delle principali banche centrali con l'acquisto di titoli sul mercato e la relativa compres-

sione dei rendimenti obbligazionari ha generato, in particolare in aree economiche come l'Unione Monetaria Europea, un comportamento tendenzialmente irrazionale da parte degli investitori, costretti ad accettare più rischio per ottenere minori rendimenti, minando le regole alla base di una sana disciplina nella scelta degli investimenti. In molti casi dovremmo sostituire il tradizionale concetto di "risk free return" con "return free risk" su molte asset class obbligazionarie, con significativi impatti sui concetti finanziari tradizionali alla base delle scelte di asset allocation.

Quante volte negli ultimi 2 anni gli investitori hanno preferito un certo investimento non per la sua validità intrinseca, in termini di rendimento atteso pesato per il rischio, quanto piuttosto perché non esistevano alternative a rendimento maggiore?

Se il mercato nel suo complesso non offre più investimenti tali da fornire i rendimenti del passato non sembra una strategia consigliabile quella di cercare investimenti a maggiore rischio per avere il miraggio di poter conseguire lo stesso rendimento. Quanti investitori sono disposti a mantenere una quota preponderante del loro patrimonio in cash in assenza di un rischio/rendimento attraente su molte asset class?

Per dare una risposta a queste problematiche, come già discusso nella precedente pubblicazione (*si veda la GUIDEBOOK n° 3, edita a luglio 2018, ndr*), si sta diffondendo nel settore degli investimenti una maggiore enfasi su tipologie di investimenti definiti alternativi, spesso focalizzati sui cosiddetti mercati privati (o private markets). All'interno di questa guida cercheremo di entrare nel dettaglio di ciascuna delle principali tipologie

di investimento che caratterizzano questo ambito dell'universo investibile che storicamente è sempre stato caratterizzato dalla presenza di operatori con approccio istituzionale.

In questa breve introduzione quello che vogliamo evidenziare è che anche queste tipologie di investimento non sono la soluzione ultima e definitiva al contesto di bassi rendimenti in cui ci troviamo oggi; il loro utilizzo è legittimato solo all'interno di un processo di selezione in cui i rendimenti passati o prospettici siano pesati per i fattori di rischio sottostanti. Investire in private equity non è come investire in azioni quotate, così come investire in un private loan non equivale a investire in un'obbligazione societaria quotata. Gli investimenti in mercati privati, come descritto successivamente, devono offrire un premio di rendimento legato alla loro minore liquidabilità (storica-

mente, in media, lo hanno fatto). Rimandando i dettagli alle parti successive, in questa breve premessa vogliamo evidenziare alcuni aspetti critici da considerare per poter utilizzare con successo le tipologie di investimento di cui si tratta in questo volume: innanzitutto evitare soluzioni di compromesso. Un fondo che offre ai suoi investitori una liquidità superiore a quella degli investimenti in cui alloca il capitale raccolto è un fondo che espone i suoi investitori ad un ulteriore rischio (non remunerato): finché gli investimenti sottostanti vanno bene il fondo continua a raccogliere nuovo capitale e può garantire la liquidabilità promessa; ma se gli investimenti sottostanti iniziano a performare male il fondo avrà difficoltà a garantire la liquidabilità delle sue quote agli investitori, costringendolo a effettuare vendite forzate a sconto o a sospendere la liquidabilità dello stesso o a mantenere un eccesso di liquidità in portafoglio inefficiente rispetto alla promessa fatta all'investitore.

D'altra parte un investitore dovrebbe valutare in modo critico quanta liquidabilità sia necessaria al suo portafoglio o ad una sua parte. Spesso infatti è errore comune sovrastimarne la liquidabilità, intesa come possibilità di

uscire da un investimento in qualsiasi momento. Il vero tema è capire a quale valore è garantita questa liquidabilità; la storia finanziaria ci ricorda che nei momenti in cui la liquidabilità è richiesta maggiormente, ossia in periodi di crisi, sono veramente poche le asset class a poter garantire la tenuta di un valore accettabile di liquidazione. Le ricerche di Behavioural Finance rilevano come la maggior parte degli investitori, durante una fase di crisi, tende a non esercitare il diritto di liquidità, ossia a non vendere, e a prolungare il periodo di detenzione dell'investimento in attesa di un ritorno a valutazioni più accettabili, di fatto rinunciando a quel valore attribuito in precedenza alla liquidabilità.

Infine, nelle tipologie di investimento alternativo, in cui il legame tra investitore e fondo/investimento è per definizione più prolungato nel tempo, è sempre consigliabile, anzi imprescindibile, che anche il gestore investa il proprio capitale a fianco dell'investitore per avere un corretto bilanciamento tra rischi e opportunità: da una parte si eviteranno rischi eccessivi o non remunerati, dall'altra si affronteranno fasi di euforia degli investimenti con maggiore controllo e razionalità.

**La maggior parte
degli investitori, durante
una fase di crisi, tende
a non esercitare il diritto
di liquidità e a prolungare
il periodo di detenzione
dell'investimento,
in attesa di un ritorno**

CAPITOLO 1

HEDGE FUND

di Antonella Puca, CFA

Gli hedge fund sono una categoria di fondi che comprende una molteplicità di strategie di gestione con strumenti, fattori di rischio e orizzonti temporali molto diversi tra loro. Il termine “hedge” fa riferimento alla componente di “protezione” e “copertura” che tradizionalmente fa parte della strategia di questi fondi, con l'intento di limitare l'esposizione del portafoglio all'andamento generale dei corsi azionari e obbligazionari, e di cercare rendimenti con bassa correlazione al mercato. A tale scopo, gli hedge fund utilizzano strategie che richiedono strumenti finanziari anche complessi, e che spesso fanno uso di leva finanziaria (di qui l'aspetto “speculativo” che spesso viene loro attribuito). In questo capitolo, daremo dei cenni alla loro storia, e presenteremo una panoramica sullo stato attuale del settore, con alcune considerazioni chiave nella scelta di un hedge fund in cui investire (*Si ringraziano Raffaele Cicala, Andrea Dal Santo, Tom Kehoe, Gianluca Moretti, Monica Romanin, Michael Weinberg*

per i contributi prestati e per i commenti a questo capitolo).

Una breve storia

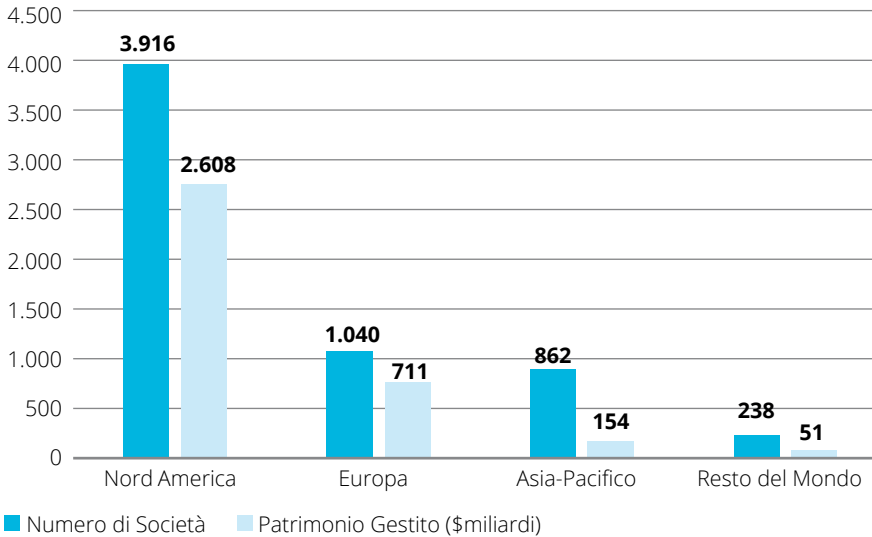
Le origini degli hedge fund risalgono al 1949, quando Arthur W. Jones, un sociologo di 48 anni con un Ph.D della Columbia University e una passione per i mercati finanziari, decise di dare una svolta alla sua attività professionale e di creare il primo hedge fund: A. W. Jones & Co.

La strategia d'investimento di Jones era semplice: acquistare titoli azionari ritenuti sottovalutati (posizione “long”), ed allo stesso tempo ridurre (“hedge”) il rischio di mercato del portafoglio (il fattore “beta”) mediante la vendita allo scoperto di altri titoli considerati sopravvalutati (posizione “short”). Jones poteva mettere a frutto la sua abilità nello scegliere titoli (“stock selection”) generando plusvalenze sia dall'incremento dei corsi delle posizioni “long” che dal declino di quelli delle posizioni “short”, e nel contempo proteggere almeno in parte il fondo nel caso di un generale calo dei corsi di mercato.

Nel 1966, i risultati straordinari di gestione dei fondi di Jones (in quel periodo, ne aveva già più di uno), avevano cominciato ad attirare l'attenzione delle riviste non specializzate. In quell'anno, in un articolo su Jones pubblicato dalla rivista *Fortune*, Carol J. Loomis attribuiva il successo di Jones principalmente alla sua capacità di selezionare i titoli, acquisire informazioni di qualità sui titoli e intervenire prontamente sul mercato, mentre la "hedge" ottenuta con le posizioni "short" aiutava a ridurre i rischi di mercato, come in occasione del "flash crash" del 1962 (*Carol J. Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With", Fortune April 1966*). Nello stesso articolo, Carol Loomis faceva anche riferimento ad una certa "Buffet Partnership Ltd.", una "società di Omaha di 45 milioni di dollari che usa principi "hedge" entro certi limiti ma che si è principalmente concentrata, con grande successo, sull'investire in titoli da mantenere in portafoglio per il lungo termine", ed in cui riconosceva la prima società di investimenti

fondata nel 1956 dall'allora venticinquenne Warren Buffet.

Dopo quasi 70 anni dal primo hedge fund, l'analisi di Carol Loomis delle caratteristiche e rischi della ormai classica strategia "long-short" sono ancora molto pertinenti. I mercati sono cambiati, una gran quantità di dati è ora disponibile a basso costo e può essere elaborata molto rapidamente, ma restano ancora molte domande sulla qualità di queste informazioni e su come utilizzarle in modo efficace per generare idee di investimento. Molte strategie hedge richiedono un alto volume di transazioni che possono essere eseguite a costi contenuti grazie alle nuove tecnologie. La scelta dei titoli da vendere allo scoperto ("short sales") è ancora uno dei lavori più difficili per un gestore di hedge fund tradizionali. La generazione dei "fondatori" degli hedge fund degli anni '70 e '80 sta spostando la propria attenzione su altre iniziative (es. filantropia) e il problema della successione è fortemente sentito in molti hedge fund storici,

Figura 1**Società di gestione di hedge fund: distribuzione geografica e patrimonio gestito**

Fonte: Preqin, giugno 2018

mentre si sta affacciando sul mercato una nuova generazione di imprenditori della finanza globale, spesso provenienti da campi scientifici e quantitativi come matematica applicata, computer science, ingegneria e fisica. Gli hedge fund continuano a rappresentare l'avanguardia nel risparmio gestito, con un forte potenziale di generare rendimenti attraenti. Continua anche ad esserci l'aspettativa che gli hedge fund apportino benefici di diversificazione all'interno di un portafoglio più ampio, con vantaggi in termine di profilo di rischio/rendimento grazie alla minore correlazione rispetto ai mercati finanziari. Infi-

ne, gli hedge fund fanno un utilizzo importante di strategie e prodotti che richiedono conoscenze specializzate su prodotti finanziari complessi come derivati, strumenti finanziari strutturati e sistemi di risk management sofisticati per gestire per esempio il rischio di eventi estremi di mercato ("tail risk") o per rispondere alle necessità di "asset-liability matching" dei fondi pensione.

Panorama di settore

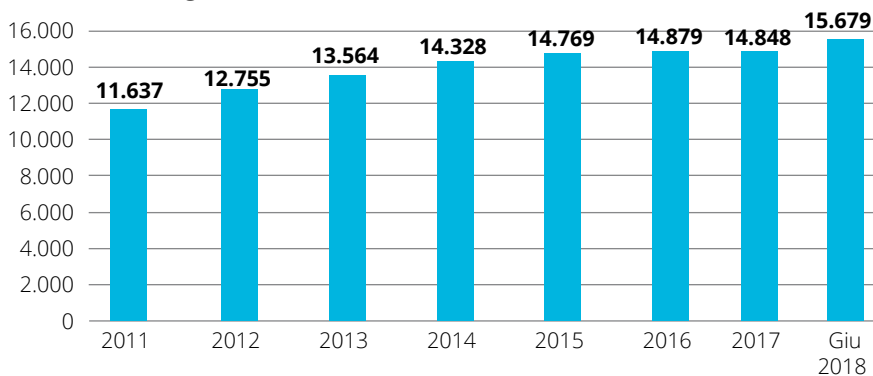
Secondo le stime di Preqin al giugno del 2018, il patrimonio degli hedge fund a livello globale era pari a oltre 3.600 miliardi di dollari (*Preqin, Giu-*

gno 2018 e 2018 *Global Hedge Fund Report*). Preqin individua oltre 6,000 società di gestione di hedge fund a livello globale, e oltre 15.600 hedge fund attivi. Tra i gestori attivi, il 65% ha sede nel Nord America, e rappresenta il 75% del patrimonio complessivo, e il 17% ha sede in Europa, con il 20% del patrimonio (Figura 1). I paesi europei con il maggior ammontare di

patrimonio gestito sono il Regno Unito, Svezia, Francia e Svizzera.

Nel complesso, il numero degli hedge fund attivi è aumentato del 34,7% rispetto al 2011, con la maggiore crescita nel periodo 2011-2014 (Figura 2). Negli ultimi anni il numero degli hedge fund è rimasto sostanzialmente stabile. Nell'2017, nonostante

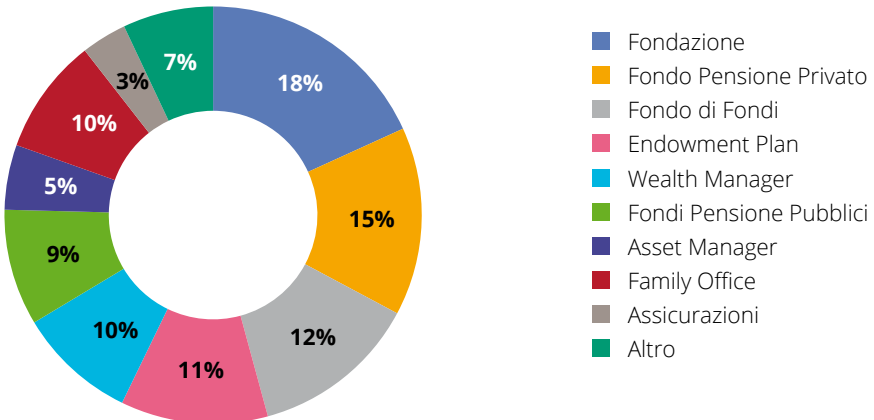
Figura 2
Numero di hedge fund attivi - Globale



■ Numero di hedge fund

Fonte: Preqin, giugno 2018

Figura 3
Investitori in hedge fund - Globale



Fonte: Preqin

l'incremento generale nel patrimonio gestito totale, il numero dei fondi attivi è leggermente diminuito rispetto al 2016 (-0,21%), mentre nei primi sei mesi del 2018 si rileva una crescita del 5,6% trainata dall'Asia-Pacifico e con una tendenza al consolidamento e alla concentrazione degli asset nelle società di gestione di maggior dimensioni.

Il settore è caratterizzato da una forte polarizzazione: i gestori di maggiori dimensioni (con oltre 1 miliardo di dollari in patrimonio gestito) controllano l'89% del patrimonio del settore nel suo complesso, nonostante rappresentino numericamente solo il 13% dei gestori attivi (dati al 2017). Escludendo i fondi di hedge fund, in testa alla classifica dei più grandi gestori di hedge fund ci sono quat-

tro società con sede negli Stati Uniti (Bridgewater Associates, AQR Capital Management, Renaissance Technologies e JP Morgan Asset Management) ed una con sede nel Regno Unito (Man Group). Queste cinque società controllano il 12% del patrimonio netto totale del settore.

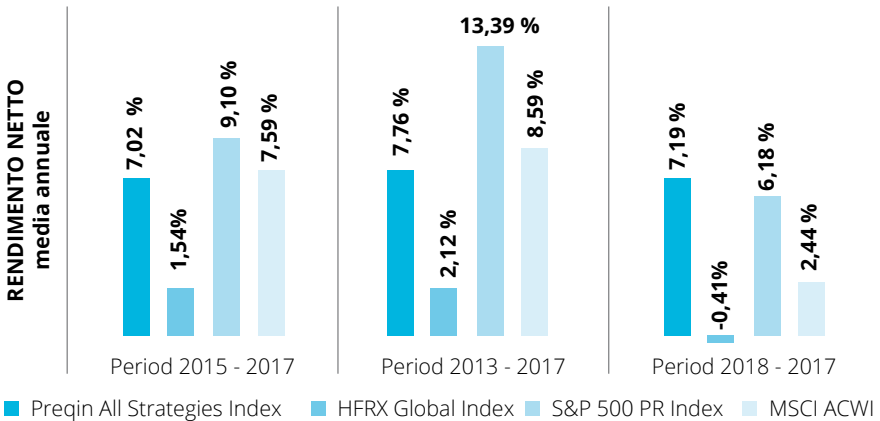
Riguardo agli investitori, secondo le stime di Preqin, dal 2009 al 2017 l'ammontare investito dagli investitori istituzionali è passato da 700 miliardi a 2.060 miliardi di dollari, di cui il 24% proviene dai fondi pensione pubblici e privati. I fondi sovrani stanno acquisendo sempre più importanza per il futuro del settore. Storicamente, gli investimenti di questi fondi si sono concentrati principalmente sul real estate, ma in tempi recenti hanno aumentato la quota degli hedge fund nei loro portafogli, sino ad arrivare

all'attuale 8,2% in media in percentuale dei loro asset. Date le dimensioni e l'orizzonte temporale di lungo termine dei fondi sovrani, modifiche anche relativamente modeste della loro allocazione patrimoniale negli hedge fund hanno potenzialmente un effetto significativo sul patrimonio gestito totale del settore. Il fondo sovrano Abu Dhabi Investment Authority è attualmente il principale investitore a livello globale negli hedge fund, con oltre 62 miliardi di dollari investiti in questi fondi. Gli investitori di private wealth (family offices e wealth managers), continuano a mantenere la più alta quota di allocazione media agli hedge fund come percentuale del loro patrimonio (18,6%).

Performance

In termini di performance, vi è una significativa variabilità nei valori delle metriche di settore pubblicate dalle principali società di ricerca. I risultati riportati dipendono dalla qualità e dalle caratteristiche dell'input, dalle metodologie di calcolo, e dai fondi

che vengono inclusi nel database. In particolare, l'esclusione di fondi che non sono più in attività alla data della misurazione, i cui dati possono essere di difficile reperibilità, può avere effetti significativi sulla performance ("survivorship bias"). Nell'interpretazione dei risultati di gestione degli hedge fund, è fondamentale considerare la performance in termini di rendimenti risk-adjusted, in modo da tener conto della preferenza degli investitori per rendimenti più stabili, con minore volatilità, a parità di rendimento (*AIMA, "Apples to Apples: How to Understand Fund Performance"*). Da questo punto di vista, gli hedge fund possono avere un importante ruolo da svolgere nel portafoglio complessivo dell'investitore come strumento di gestione del rischio, per le loro caratteristiche di diversificazione, bassa correlazione dei rendimenti al mercato, ridotta volatilità e protezione nel caso di un calo generale dei listini. Tom Kehoe, Director e Global Head of Research dell'Alternative Investment Management Association, fa notare

Figura 4**Rendimento medio annuale - 2008-2017**

Fonte: Preqin

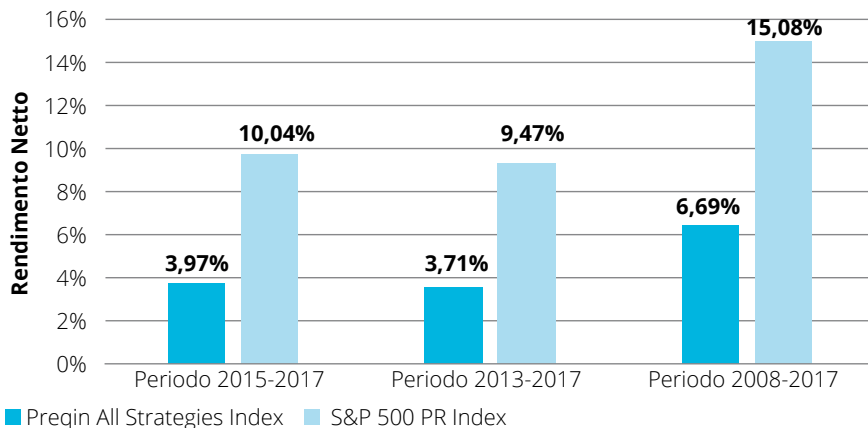
che “nel valutare la performance di un hedge fund bisogna considerare un orizzonte temporale di almeno dieci anni. Oltre al rendimento cumulativo nel tempo, è anche importante valutare metriche che tengano conto del fattore di rischio rappresentato dalla volatilità dei rendimenti, come l'indice di Sharpe, che misura il rendimento in eccesso del tasso d'interesse privo di rischio (“risk free rate”) rispetto all'unità di rischio, o l'indice di Sortino, che dà risalto al rischio di rendimenti negativi. Una metrica di rischio importante è anche il draw-down, che misura il divario picco-valle su un periodo temporale definito. Gli indici di performance degli hedge fund presentano caratteristiche molto differenti tra loro riguardo alle modalità di calcolo, alla popolazione di fondi che ne fa parte, alla tempistica

d'inclusione dei dati di performance ed eventuali revisioni, e alle caratteristiche di investibilità. Come si può immaginare, in un'industria così dinamica e dove la trasparenza dei dati di performance richiede generalmente il consenso volontario dei gestori, nessun indice può coprire il 100% del mercato (*Sull'interpretazione dei dati di performance degli hedge fund si veda anche Thomas Schneeweis, “Where Academics/Practitioners Get it Wrong: An Open Letter”, Alternative Investment Analyst Review, 2012*).

La Figura 4 presenta dati sulla performance degli hedge fund in termini di rendimenti assoluti nel periodo 2008-2017, confrontati con il rendimento dell'indice S&P500 PR (mercato USA) e dell'indice MSCI ACWI (mercato globale). L'indice HFRX Global Hedge Fund Index (HFRXGL), pubblicato da

Figura 5

Volatilità degli hedge fund 2008-2017



Fonte: Preqin

Hedge Fund Research, comprende hedge fund che calcolano e dichiarano il proprio rendimento netto su base mensile, hanno almeno 50 milioni di dollari in patrimonio netto e un track record di almeno due anni, e sono aperti per nuovi investimenti. Il calcolo della performance avviene su base "asset-weighted", con pesi che riflettono il valore del patrimonio netto del fondo rispetto al patrimonio netto complessivo di settore. Questa metodologia di calcolo risulta in un indice che dà maggior peso relativo ai fondi di grandi dimensioni. L'indice HFRXGL indica un rendimento medio annuale per gli hedge fund sugli ultimi 3, 5 e 10 anni rispettivamente del 1,54% (periodo 2015-2017), 2,12% (periodo 2013-2017) e -0,41% (periodo 2008-2017). L'indice Preqin All Strategies riflette dati di performance che ven-

gono dichiarati dagli investitori e da hedge fund su base volontaria. Il calcolo della performance avviene su base "equal-weighted", in cui ciascun fondo ha lo stesso peso nell'influire sul valore del rendimento netto medio del settore indipendentemente dal patrimonio gestito. L'indice Preqin risulta in rendimenti significativamente più alti dell'indice HFRXGL. Sull'arco decennale, l'indice Preqin ha anche un rendimento medio annuale superiore rispetto agli indici di mercato nel periodo 2008-2017 e inferiore di 92 punti base se si considera il decennio al 30 Settembre 2018 (Al 30 settembre 2018, l'indice Preqin All Strategies indica rendimenti annualizzati del 7,62% (3 anni), 6,66% (5 anni) e 8,67% (10 anni) rispetto all'indice SP500 del 14,92%, 11,62% e 9,59% rispettivamente).

Riguardo al fattore di rischio, secondo le stime di Preqin gli hedge fund hanno presentato volatilità rispettivamente del 3,97% (periodo 2015-2017), 3,71% (periodo 2013-2017) e 6,69% (periodo 2008-2017), e rispettivamente del 10,04%, 9,47% e 15,08% per l'indice S&P 500 PR (Figura 5). Preqin calcola un indice di Sharpe per il benchmark globale degli hedge fund di 1,29 e 1,58 sui tre e cinque anni al dicembre 2017.

Nel complesso, gli hedge fund hanno realizzato una significativa riduzione nel livello del rischio di portafoglio rappresentato dalla volatilità dei rendimenti, ma a scapito di un minor rendimento medio annuale rispetto ad un investimento passivo nell'indice S&P 500 PR e all'andamento del mercato globale dei titoli azionari rappresentato dall'indice MSCI ACWI sul breve e medio termine (3 e 5 anni). Sul periodo decennale, i dati di HFR e Preqin danno risultati contrastanti riguardo al rendimento medio annuale rispetto agli indici di

mercato (*Preqin, 2018 Global Hedge Fund Report, p.34*).

La struttura di un hedge fund

Tipicamente, gli investitori hanno due principali modalità di accesso agli hedge fund:

- direttamente, attraverso l'acquisto di una partecipazione in un hedge fund, oppure
- mediante l'investimento in un fondo che, a sua volta, investe in hedge fund (un "fondo di hedge fund").

La scelta dipende da una varietà di fattori, tra cui gli obiettivi, la strategia, la consistenza patrimoniale e l'esperienza dell'investitore, nonché da considerazioni anche di tipo legale e fiscale.

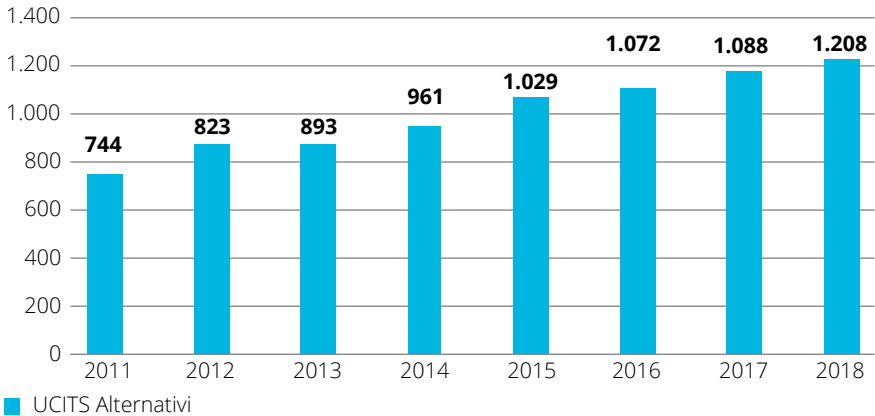
Negli Stati Uniti, gli hedge fund sono tipicamente fondi privati strutturati come "limited partnership" (simili alle società in accomandita semplice di diritto italiano), di solito con sede legale nello Stato del Delaware per motivi sia fiscali che di diritto societario. In una Delaware limited part-

nership vi sono due classi di soci: il general partner, che è responsabile per la gestione del fondo e ha responsabilità illimitata per le obbligazioni residue, e i limited partners, che investono per ottenere un ritorno dall'incremento di valore della loro quota e che hanno responsabilità limitata al capitale investito (in pratica non partecipano alla gestione ordinaria del veicolo). A livello di commissioni di gestione, in una struttura tipica, il general partner/manager riceve:

- un compenso periodico entro l'1% e il 2% del patrimonio netto del fondo su base annua ("management fee"), e
 - un compenso legato alla performance ("performance fee"), pari di solito al 20% della plusvalenza netta generata dal fondo (la struttura "2 and 20"). La performance fee generalmente si "cristallizza" e viene attribuita al general partner su base trimestrale o annuale.
- Oltre al compenso per l'attività di gestione, il general partner che par-

tecipa al fondo con un contributo di capitale ha anche diritto, come gli altri soci, ad una quota dei profitti (o delle perdite) in proporzione alla sua partecipazione. I limited partners ricevono le plusvalenze al netto delle spese di investimento e operative del fondo, dei compensi di gestione, e della quota assegnata al general partner in base al suo contributo in conto capitale.

I gestori di hedge fund hanno in genere l'aspettativa che gran parte del loro compenso sia legato alla performance e in qualche caso potrebbero interpretare la struttura della performance fee che abbiamo descritto come un incentivo ad assumere livelli di rischio più elevati per incrementare i compensi. Un meccanismo tipico per tutelare i limited partners è quello di prevedere il cosiddetto "high watermark", per cui il general partner ha diritto a incassare una performance fee solo sui nuovi incrementi di valore delle quote dei limited partners e dopo aver recuperato eventuali perdite pregresse.

Figura 6**Numero di UCITS alternativi attivi**

Fonte: Preqin

Tipologie e hedge fund in Italia

In Europa, la forma prevalente per l'investimento di tipo hedge è attraverso fondi UCITS (fondi "liquid alternative"), accessibili anche al pubblico dei risparmiatori retail. La struttura UCITS offre liquidità maggiore rispetto ad un fondo privato, ma è anche soggetta a un maggiore livello di regolamentazione, e a restrizioni dal punto di vista della gestione (es. limiti di leva finanziaria, uso dei derivati, concentrazione degli investimenti, liquidità e gestione del rischio) che possono ostacolare la piena implementazione di alcune strategie (AIMA, *Guide to Liquid Alternative Funds*, 2015). In Italia, l'offerta di unità/quote di fondi UCITS è soggetta alla supervisione della Consob. I gestori con sede nella Unione Europea che intendono offrire un fondo UCITS

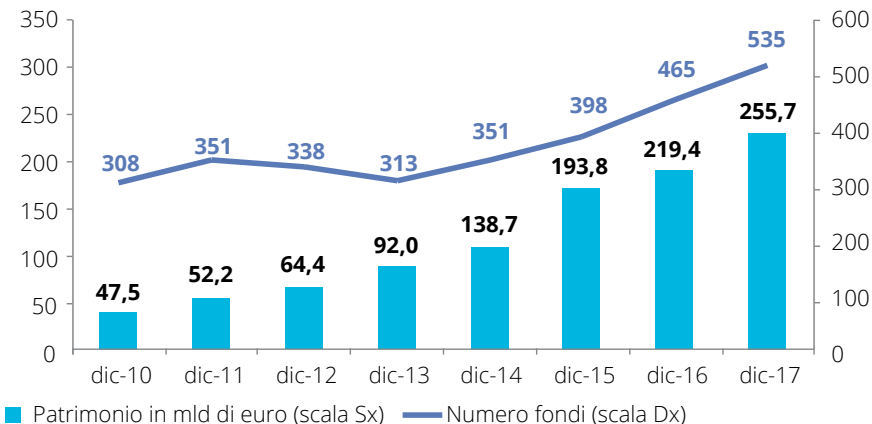
in una sottoscrizione pubblica, hanno l'obbligo di pubblicare il prospetto informativo e il "Key Investors Information Document" (KIID) a seguito del completamento della procedura di notifica della Consob.

La Figura 6 mostra il numero di fondi UCITS alternativi attivi a livello globale secondo i dati Preqin.

Gli UCITS alternativi a livello globale sono aumentati in maniera costante dal 2011, e secondo Preqin contano 1208 unità al giugno 2018. L'incremento è dovuto alla continua ricerca da parte degli investitori di nuove soluzioni di investimento alternative alle asset classes tradizionali a delle valutazioni attraenti e che possano offrire benefici di diversificazione e copertura del rischio di mercato. Questa domanda ha favorito non

Figura 7

Evoluzione nel numero e nel patrimonio dei fondi liquid alternative autorizzati in Italia



Fonte: MondoAlternative

solo lo sviluppo dell'industria europea ma anche l'ingresso di nuovi operatori, come dimostra l'aumento del numero di UCITS stabiliti in Europa da gestori USA.

Secondo il database di MondoAlternative, al novembre 2017 il 38,3% dei fondi UCITS alternativi ha commissioni di gestione annuali inferiori all'1% del patrimonio netto, e oltre il 70% ha commissioni inferiori all'1,5% del patrimonio netto, dunque inferiori alla struttura commissionale classica del "2-and-20". Riguardo alla performance fee, la maggior parte dei gestori applica il 20%, ma c'è anche una percentuale significativa che non le applica. A questo proposito, c'è da rilevare che i fondi di tipo liquid alternative strutturati come mutual fund negli Stati Uniti e soggetti alla regi-

strazione con la U.S. Securities and Exchange Commission in base all'Investment Company Act del 1940, tipicamente non applicano performance fees anche per motivi regolamentari. I dati relativi all'Italia [Figura 7] di MondoAlternative al dicembre del 2017 indicano l'esistenza di 535 fondi autorizzati in Italia (+15,1% rispetto ai dati del 2016), con un patrimonio di 255,7 miliardi di euro, (+16,6% rispetto al 2016). Circa l'1% dei fondi UCITS alternative in termini sia di numero che di patrimonio netto ha sede in Italia, rispetto all'8,9% del numero complessivo delle società di gestione (8,0% per patrimonio netto).

Gli italiani continuano ad essere i maggiori investitori in fondi UCITS alternativi in Europa, seguiti dal Regno

Unito, e dagli investitori francesi e spagnoli, con una prevalenza di investitori istituzionali, in particolare Casse pensionistiche e Fondazioni bancarie (Elisa Pellati, *“Sempre più fondi liquid alternative nei portafogli della clientela istituzionale”*, *MondoInvestor*, febbraio 2018). Le società di gestione tendono ad avvalersi per il collocamento dei fondi della rete di distribuzione degli istituti di credito e delle SIM, attraverso i promotori finanziari e i canali online. MondoAlternative ha rilevato che fra le principali banche che collocano fondi UCITS alternativi vi sono Banca Ifigest, IWBank e Fineco Bank, mentre tra le SIM più attive vi sono Online SIM, che ha lanciato anche una piattaforma di Robo Advisor nel 2016, e Unica SIM (Elisa Pellati, *“In Italia 352 banche e 53 SIM distribuiscono i fondi liquid alternative di 75 case di investimento”*, *MondoAlternative* October 2016).

Un altro modo per accedere all'investimento in strategie hedge è attraverso “managed accounts”, conti aperti a nome dell'investitore diretta-

mente presso l'istituto che ha custodia degli asset, e che vengono gestiti con delega al manager. Questo tipo di struttura si riscontra soprattutto negli Stati Uniti a favore di investitori istituzionali che vogliono mantenere completa trasparenza e titolo di proprietà degli asset di portafoglio. In Italia, a differenza dei fondi UCITS, che possono avere soglie di accesso di importo anche relativamente contenuto, i managed accounts sono strumenti accessibili solo per investimenti di dimensioni più coerenti con gli obiettivi degli investitori istituzionali o delle persone fisiche con patrimoni molto ingenti, e si riscontrano solo occasionalmente, con soglie di investimento di almeno 20 milioni di euro.

Come alternativa all'investimento diretto in uno o più hedge fund, gli investitori possono scegliere di avere accesso alle strategie hedge attraverso un fondo di hedge fund, cioè un fondo che investe a sua volta in hedge fund. Questo approccio “indiretto” offre accesso alle competenze di un

gestore specializzato nella selezione dei fondi e di consentire un investimento diversificato su molteplici gestori/strategie in un unico veicolo. A fronte di questi vantaggi, l'investimento in un fondo di fondi comporta però l'aggiunta di un secondo livello di costi di gestione. Secondo i dati di Preqin, al novembre 2017, i fondi di hedge fund avevano un patrimonio netto di 768 miliardi di dollari. Il numero di fondi di hedge fund è diminuito costantemente dal 2014, in parte per effetto del consolidamento e anche per una performance nel complesso poco brillante per il settore (rendimento medio annuale nel periodo 2008-2017 dell'1,08% per l'indice di settore HFRI Fund of Funds Composite Index), sino ad arrivare a 674 unità al novembre 2017.

Numerosi studi hanno messo in evidenza che le commissioni di gestione e, in genere, il livello e la struttura delle spese del fondo hanno un'importanza critica per l'abilità del fondo di raccogliere e mantenere i capitali, e per il valore aggiunto che il fondo

sarà in grado di generare per i suoi investitori (*Si veda in particolare Alternative Investment Management Association, "In Concert: exploring the Alignment of Interests between Hedge Fund Managers and Investors", 2016*). Gli investitori hanno cercato alternative allo schema tradizionale del "2-and-20", nell'intento di allineare gli interessi del gestore con i propri, e di ridurre il costo complessivo dell'investimento. Per esempio, Albourne Partners e il Teacher Retirement System of Texas hanno proposto una struttura di compensi di gestione di "1 o 30", in base alla quale l'investitore paga un massimo dell'1% in costo fisso di gestione annuale negli anni di rendimento negativo, oppure 30% in performance fees negli anni di profitto netto. Protégé Partners e MOV37, entrambi fondi di hedge fund con sede negli Stati Uniti che investono in emerging managers, hanno sviluppato un modello "1-10-20", che consiste di una management fee dell'1% all'anno, e di una performance fee a terrazze,

che applica una percentuale del 10% sui profitti netti del fondo fino al 10% di rendimento, e una percentuale del 20% sui rendimenti superiori al 10%. Questa struttura ha una clausola di "catch-up" che assicura che per livelli di rendimento al di sopra di una certa soglia, i risultati per il gestore siano equivalenti a quelli di una struttura commissionale che applica una performance fee del 20% direttamente sull'intero profitto netto. Come spiega Michael Weinberg, Chief Investment Officer di Protégé Partners and MOV37, la struttura commissionale "1-10-20" incentiva i gestori a generare rendimenti a due cifre e riduce l'incentivo per il gestore a raccogliere capitali solo per incrementare le management fees, comportamento che può compromettere il raggiungimento del target del 10% (*Antonella Puca, "Manager Selection and Due Diligence in Autonomous Learning Investment Strategies (ALIS)" Enterprising Investor, CFA Institute, May 2018*). Sempre riguardo alle strutture di incentivo e le clausole contrattuali, la

"hurdle rate" è diventata più comune negli hedge fund. In una struttura con hurdle rate, il manager riceve la performance fee solo se il rendimento del fondo è superiore ad un livello prestabilito (la "hurdle rate", appunto). Gli investitori stanno anche facendo più attenzione alle clausole contrattuali sul periodo minimo che deve trascorrere per il riscatto delle quote da parte dell'investitore (il periodo di "lock up" - di solito tra i 6 e 18 mesi in base ai dati Preqin), ed il periodo di preavviso perché una richiesta di disinvestimento venga eseguita e liquidata (di solito 30-60 giorni).

Strategie d'investimento

Gli hedge fund vengono solitamente classificati in base alla strategia di investimento. Esistono diversi sistemi di classificazione, che identificano la strategia primaria e secondaria, e con suddivisioni che possono fare da guida nella costruzione del portafoglio, selezione del benchmark, valutazione della performance (rendimento e rischio) e costruzione quantitativa

degli indici. Hedge Fund Research identifica sei categorie principali di strategie: equity hedge, event driven, relative value, macro, risk parity and blockchain (*Per un approfondimento, si veda anche Donald R. Chambers, Keith H. Black, Nelson J. Lacey, Alternative investments: A primer for Investment Professionals, CFA Institute Research Foundation and CAIA, 2018*). Per completezza di esposizione, a queste strategie abbiamo aggiunto anche una categoria per "altre strategie".

Equity hedge. Segue il modello dei primi hedge fund nel prendere posizioni "long" su titoli che si ritengono sottovalutati, e posizioni "short" su titoli che si considerano sopravvalutati, e che servono anche da protezione nel caso di un generale calo nel livello dei prezzi di mercato. Le strategie di equity hedge si distinguono tra loro principalmente per l'ammontare dell'esposizione netta al mercato ("net market exposure"). I fondi long-short equity hanno una esposizione netta al mercato di tipo "long": ci si

aspetta che il fondo aumenti di valore se il livello generale dei prezzi di mercato sale, e che perda di valore in caso contrario. I fondi short-selling equity hanno esposizione netta al mercato di tipo "short", con l'aspettativa che il fondo nel complesso si muova in senso contrario all'andamento generale del mercato. I fondi market-neutral sono strutturati per avere un'esposizione al mercato netta pari a zero (zero beta) e concentrano tutta l'attenzione sulla scelta di titoli individuali come fonte di rendimento indipendente dalla direzione del mercato. Secondo Preqin, le strategie di equity hedge sono di gran lunga le più comuni tra gli hedge fund, con oltre 6,600 fondi attivi (43% del totale) e il 25% del patrimonio netto del settore alla fine del 2017. Queste strategie sono implementate in modo efficace sia in ambito di limited partnership che sotto forma di veicoli UCITS.

Event driven. Questa strategia si propone di esplorare le inefficienze di prezzo che precedono o seguono eventi come ricapitalizzazione, bad

news, cambiamenti di rating, fusioni ed acquisizioni, o spin-off. I fondi event driven eseguono analisi approfondite delle caratteristiche fondamentali delle società target e sviluppano modelli per stimare l'effetto di un evento atteso nella vita del target che modifichi in maniera significativa la sua struttura di capitale e/o il suo profilo di credito. Ne fanno parte, ad esempio, i fondi di merger arbitrage, che prendono posizioni nella società target e nella società acquirente in anticipazione di un evento di M&A. Un altro esempio sono gli activist fund, che cercano di generare valore attraverso modifiche nella governance della società target attraverso l'esercizio dei diritti di voto, ed i fondi che investono in aziende in sofferenza per generare valore a seguito di una ristrutturazione della società target o di modifiche significative nel profilo di credito. Anche queste strategie possono essere implementate in ambito UCITS anche se con certe restrizioni legate, tra l'altro, ai limiti nella leva finanziaria.

Macro. Questa strategia considera le variabili macroeconomiche e i trend nell'andamento generale dell'economia per stabilirne l'impatto sui mercati finanziari. I cambiamenti macroeconomici possono essere dovuti a nuove tecnologie, modifiche nelle politiche monetarie che influenzano i tassi di interesse, cambiamenti nelle politiche fiscali, nei flussi del commercio globale, nei rapporti tra le valute, o di altri fattori macro appunto. In un fondo managed futures il gestore prende posizione al suo scenario macro atteso utilizzando i contratti futures sugli strumenti finanziari prescelti, principalmente indici azionari, obbligazioni, commodity o valute.

Relative value. Questa strategia si propone di generare valore mediante le opportunità di arbitraggio che si presentano quando vi sono differenze nei prezzi relativi di titoli che hanno certe variabili o caratteristiche collegate. Per esempio, un gestore potrebbe trarre vantaggio da una situazione in cui l'opzione incorporata in un bond convertibile sia sottova-

lutata rispetto all'equity sottostante (convertible arbitrage) o in cui il prezzo relativo di due bond collegati può essere influenzato da cambiamenti nel rapporto tra i tassi di interesse nel tempo (fixed income arbitrage). In altri casi, il gestore potrebbe essere alla ricerca di opzioni che presentano turbative nei prezzi relativi (volatility arbitrage) o di situazioni in cui il rischio percepito di un evento estremo di mercato, come una caduta rapida e significativa del livello dei prezzi, sia sottovalutato o comunque non adeguatamente riflesso nei prezzi di mercato (tail risk strategies).

Risk parity. Questa strategia si propone di aggiungere valore con un adeguato controllo del fattore rischio, di solito inteso come volatilità dei rendimenti. I fondi risk parity si classificano in base al target di volatilità. Per esempio, data un'allocazione di 60% all'equity e 40% ai bond, un gestore può implementare una strategia con "volatilità al 10%" per migliorare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio complessivo, che lo

impegna a mantenere la volatilità al target del 10% o comunque non al di sopra del target.

Blockchain. Questa strategia viene implementata dai gestori di hedge fund che investono in valute digitali che sfruttano la tecnologia blockchain, o in tecnologie dei sistemi distribuiti ("distributed ledger technologies"). Le strategie blockchain comprendono i fondi che investono in cryptocurrencies, e che utilizzano una varietà di strategie per acquisire esposizione a Bitcoin, Ethereum o altre valute digitali. Comprendono anche i fondi che investono in infrastrutture che si basano in tutto o in parte sui sistemi distribuiti o che li sviluppano, come i sistemi distribuiti per disintermediare i pagamenti, il sistema bancario, la struttura di trading dei mercati, l'Internet of Things (IOT), la sanità, i trasferimenti internazionali di denaro, la supply chain, l'identità digitale e altro.

Altre strategie. Il mercato degli hedge fund continua ad essere all'avanguardia dell'innovazione con strategie

che impiegano nuove tecnologie nel data processing e nel trading automatico. Ad esempio, una nuova generazione di gestori è operativa nell'ambito delle autonomous learning investment strategies (ALIS), che utilizzano tecnologie di intelligenza artificiale e di machine learning per sviluppare sistemi automatici di trading. Il mercato degli hedge fund sta anche partecipando alla crescita nelle strategie di responsible investment ("SRI") che incorporano fattori ambientali, sociali e di governance (environmental, social and governance - "ESG") o criteri di "impact investing" nelle loro strategie di investimento, o che escludono certi titoli dal portafoglio in base a considerazioni non-finanziarie (ad esempio, l'esclusione di società che producono o vendono armi o tabacco). Altre strategie hanno tratto origine dall'analisi fattoriale ("factor investing") per sviluppare dei modelli di trading sistematico a costi ridotti rispetto al modello del "2-and-20" e particolarmente adatti per i fondi UCITS alternativi e per i fondi liquid alternatives

in genere. Ad esempio, i fondi alternative beta presentano una strategia long/short incentrata sull'equity e occasionalmente sull'obbligazionario, di tipo market-neutral, ed effettuano una selezione automatizzata delle posizioni in base all'esposizione a fattori sistematici di investimento quali size, value, growth, momentum, liquidity e volatility. Queste strategie tendono ad avere come target uno specifico budget di rischio indipendente dal rischio generale di mercato. In termini di esposizione, possono, ad esempio, presentarsi con una posizione "long" sul fattore "size" (investendo in titoli di società che sono di maggiori dimensioni della media dell'universo di riferimento) and "short" sul fattore "growth" (dando maggiore peso su società più stabili, in mercati maturi e con potenziale di crescita inferiore alla media). Le strategie alternative beta (anche note come "alternative risk premia") hanno la caratteristica di essere sistematiche e di poter essere implementate con un alto livello di automazione.

Multi-strategy. Al novembre 2017, Preqin rilevava l'esistenza di 1,103 fondi attivi multi-strategy, con 485 miliardi di dollari in patrimonio netto. In un fondo multi-strategy, una singola società di gestione implementa più di una strategia, affidando il capitale a dei team specializzati e distinti che operano generalmente attraverso lo strumento del "managed account" o di un trust, con vari livelli di autonomia operativa dal punto di vista delle garanzie per il credito sulla leva finanziaria, custodia, gestione del rischio e supporto operativo e amministrativo. In un certo senso, un fondo multi-manager è simile a un fondo di hedge fund in quanto permette all'investitore di accedere ad un portafoglio diversificato di strategie d'investimento con l'acquisto di un'unica quota di un fondo. A differenza di un fondo di hedge fund, il fondo multi-manager ingaggia team diversi all'interno della propria struttura, senza ricorrere ad investimenti in fondi esterni legalmente distinti e senza essere soggetti alle restrizioni

di liquidità tipiche di un investimento in fondo di fondi, ma con costi amministrativi aggiuntivi.

Selezione del gestore e del fondo

La costruzione di un portafoglio di hedge fund e la selezione di gestori individuali ai quali affidare un'allocazione di capitale possono richiedere tempo e dedizione significativi da parte dell'investitore. A seconda della dimensione, esperienza, risorse e obiettivi, l'investitore può scegliere di affrontare la scelta di selezione del manager e dei fondi internamente alla propria struttura, con il proprio personale dedicato, oppure delegare in tutto o in parte la selezione a dei consulenti o investire in fondi di hedge fund o fondi multi-strategy. Secondo le stime di Preqin, più del 50% degli investitori istituzionali ha un'allocazione ai fondi di hedge fund, sia come strategia unica per l'investimento in hedge fund, sia in parallelo ad investimenti diretti in fondi "single manager". Gli investitori individuali, invece, tendono a rivolgersi agli in-

termediari (consulenti e promotori finanziari) per consulenze sulla scelta. Il processo di selezione del gestore e del fondo dovrebbe sempre cominciare dall'identificazione degli obiettivi, vincoli e della tolleranza al rischio dell'investitore. L'investitore dovrebbe stabilire l'ammontare di capitale da allocare alle strategie hedge, l'orizzonte temporale dell'investimento, e gli obiettivi di rischio/rendimento che si propone di perseguire.

Le fasi chiave nella selezione di un fondo variano a seconda del tipo di veicolo al quale l'investitore vorrebbe accedere. Ad esempio, per investimenti in fondi privati che vengono offerti ad un numero ristretto di potenziali investitori qualificati, come in una Delaware limited partnership, la selezione ed il processo di due diligence solitamente cominciano con un'analisi approfondita della società di gestione del fondo e comprendono le seguenti fasi:

Sourcing. L'investitore analizza l'universo dei gestori e degli hedge fund disponibili e seleziona i fondi da in-

cludere nella propria banca dati, da seguire e aggiornare nel tempo. Gli investitori possono utilizzare in questa fase le banche dati offerte da servizi come Bloomberg e Reuters, ed effettuare delle ricerche sulla base di criteri di selezione come la dimensione, strategia, profilo di rischio, durata del track record e il rendimento storico del fondo e del gestore. I prime brokers e le società specializzate nel capital raising possono aiutare con altri dati e referenze. I grandi investitori istituzionali, fondi di hedge fund e consulenti hanno anche solitamente a disposizione un vasto network di referenze dirette attraverso conoscenze personali di gestori e altri partecipanti al settore.

Investment due diligence ("IDD").

Una volta completata la prima fase di "screening", il gruppo di investimento effettua una visita in loco con i gestori selezionati, dando inizio alla "investment due diligence" vera e propria. Riguardo alla IDD di Protégé Partners, Michael Weinberg (CIO) nota che "nel nostro primo meeting, soli-

tamente facciamo domande approfondite sulla strategia del gestore: in che modo il gestore può contribuire al nostro portafoglio di investimenti già esistente? Come differenzia la sua strategia da quella di altri gestori? Ha effettivamente un'esperienza specifica per implementare il proprio progetto? L'esperienza del gestore e dove ha lavorato in precedenza è anche molto importante per noi. Una volta superata questa prima fase, gli incontri successivi si rivolgono ad approfondire le tecniche di costruzione del portafoglio, il processo di ricerca e di risk management. Vogliamo vedere i modelli analitici del gestore, e capire il suo metodo ed obiettivo di ricerca. Per esempio, sta cercando di realizzare un eccesso di rendimento attraverso l'accesso a dati di ricerca di migliore qualità, oppure attraverso l'utilizzo di una migliore tecnica di analisi o di entrambi i fattori? Sta utilizzando delle banche dati di pubblico accesso o sviluppati internamente? È in grado di impiegare e sostenere un team di qualità? Ha le capacità

per gestire un'azienda finanziaria? In una grande società finanziaria, ci si può concentrare solo sull'attività di gestione di portafoglio, ma per poter lanciare un nuovo fondo con successo in una nuova realtà è importante che ci sia anche la capacità di gestire un'azienda e di saper sviluppare il lavoro in gruppo”.

La fase conclusiva della IDD è dedicata alle referenze personali: richiesta al gestore di fornire una lista di colleghi e contatti personali. Sempre Michael Weinberg continua: “cerchiamo di farci un'idea della personalità del gestore, del suo modo di interagire sia a livello personale che professionale. Usiamo il nostro network per ottenere referenze da persone che non ci sono state suggerite dal gestore e che potrebbero essere più imparziali. Se un gestore ha lasciato una società in circostanze poco chiare, proviamo a metterci in contatto con il suo diretto responsabile, con i colleghi ed altre persone che hanno lavorato con il gestore nella stessa società. Il nostro processo di due dili-

gence di solito dura tra i sei e i dodici mesi. Può anche durare di più.”

La IDD può avere caratteristiche particolari per le strategie che si sviluppano sulla base delle tecnologie più avanzate, come le strategie ALIS che Weinberg ricerca nei gestori di MOV37: “In MOV37, un aspetto critico dell’IDD sta nell’individuare e conoscere adeguatamente la scienza e la tecnologia alla base della strategia del gestore. Il nostro gruppo comprende diversi analisti con dottorati di ricerca del Massachusetts Institute of Technology. Oltre alle conoscenze finanziarie, questi analisti hanno conoscenze scientifiche avanzate. Ai nostri incontri di due diligence con i gestori di solito partecipano programmatori ed esperti di coding. Cerchiamo di capire quali sono le regole per la costruzione del portafoglio, come vengono usate le tecniche di machine learning, come vengono sviluppati e modificati gli algoritmi di programmazione. Ci chiediamo: quale linguaggio di programmazione stanno usando? Che tipo di hardwa-

re? Come utilizzano il cloud? Quale è la capacità di storage di cui hanno bisogno? Sono al corrente dei modelli di storage e processing disponibili sul mercato? Hanno dei modelli statistici robusti? Di solito, questi gestori hanno uno o due super esperti che programmano i sistemi e definiscono gli algoritmi per la strategia di trading, compresi gli algoritmi di controllo del sistema. Una volta stabiliti gli algoritmi, il programma di trading dovrebbe poter funzionare in maniera automatizzata, senza che vi siano interferenze da parte degli operatori individuali. Anche se il gestore a un certo punto ritiene che un investimento selezionato dal sistema non sia appropriato, il sistema dovrebbe prevalere. Nel nostro processo di due diligence, verifichiamo se la strategia del gestore è veramente sistematica in questo senso. Cerchiamo fondi in cui l’esecuzione degli ordini di trading sia veramente automatizzata.”

La gran parte degli investitori istituzionali richiede un track record consolidato ed oltre 100 milioni di

dollari in patrimonio netto per investire in un nuovo gestore. Nel caso di Protégé, Michael Weinberg nota che "la preferenza è per gestori con un track record di almeno un anno. Non devono necessariamente presentare un track record distinto per il loro nuovo fondo. Ad esempio, un gestore può provenire da una società di grandi dimensioni in cui gli era stata assegnato solo una parte del portafoglio complessivo, e può presentarsi da noi con il track record solo della sua componente. Nel valutare il track record di un gestore per un potenziale investimento, facciamo attenzione particolarmente ai presupposti alla base dei risultati di gestione dichiarati. Il rendimento è al netto o al lordo delle spese del fondo? Come sono state calcolate le spese di gestione? Le commissioni di trading e i costi per la leva finanziaria sono compresi nel rendimento netto? Spesso sono necessarie delle modifiche per rendere i rendimenti dichiarati paragonabili a quelli di un fondo hedge operativo. A volte, i gestori ci dicono che si aspet-

tano dei rendimenti diversi nel futuro rispetto ai loro rendimenti storici, ad esempio perché hanno apportato delle modifiche nella leva finanziaria, nella gestione del rischio o in altre aree chiave della loro strategia. Nel complesso, il track record di un gestore ci dà una solida base di partenza per valutare la performance del gestore. Detto questo, facciamo anche delle eccezioni e ci è capitato di considerare gestori che non hanno ancora un track record. Per esempio, in un caso recente abbiamo oviato alla mancanza di track record con un accordo con il gestore di svolgere un periodo di prova durante il quale ha operato su un portfolio simulato con piena trasparenza."

Operational Due Diligence ("ODD"). La fase di operational due diligence consiste nell'analisi dei processi operativi della società di gestione per mitigare il rischio di problemi operativi, comprese questioni legate a persone, sistemi, risorse che possano mettere a rischio la capacità della società di operare in condizioni nor-

mali e nel migliore interesse del cliente. La ODD comprende, tra l'altro, un esame delle seguenti aree nella società di gestione:

- struttura di governance e personale chiave
- processi di trading ed execution
- processi e controlli di tesoreria
- valutazione degli investimenti e relativi processi/controlli
- resoconti finanziari e adempimenti regolamentari
- calcolo dei rendimenti, compresi i controlli sul rendimento di eventuali subadvisers
- selezione e controllo sulle controparti finanziarie (istituti di credito, garanzie)
- investor onboarding e due diligence
- custodia degli asset
- pianificazione per business continuity e disaster recovery
- procedure per il controllo del rischio legale e di frode
- documentazione legale del fondo e delle comunicazioni di marketing
- processi per stabilire il compenso del management e del personale che si occupa direttamente degli investimenti
- cybersecurity

La Figura 8 mostra alcuni dei “segnali di rischio” nei processi di due diligence di cui tener conto per stabilire se eventuali procedure più approfondite siano appropriate. Il team che conduce la due diligence operativa ha di solito il potere di veto sul proseguimento dell'attività di investimento con il gestore analizzato, nel caso in cui il gestore non sia stato in grado di soddisfare le richieste ed il livello di qualità dei controlli che il team di ODD si aspetta.

Selezione di Fondi: altre considerazioni. Riguardo ai fondi che vengono distribuiti nel mercato retail, e che sono tipicamente già oggetto di un alto livello di regolamentazione, come gli UCITS alternativi in Europa e gli alternative mutual fund negli Stati Uniti, la funzione di selezione si concentra principalmente al livello del

fondo. Gli intermediari finanziari quali i promotori e consulenti finanziari, hanno un'influenza significativa sulle decisioni di investimento dei risparmiatori. In questo contesto, è importante che il promotore / consulente finanziario abbia una solida conoscenza della strategia, dei suoi rischi, degli oneri a carico del cliente per fare in modo che il fondo sia adatto agli obiettivi di rischio e rendimento dell'investitore. Nella selezione di un fondo/gestore particolare attenzione va riposta nel "drift" che può verificarsi nelle strategie di investimento, e cioè l'esecuzione di una strategia che si allontana dal progetto strategico dichiarato e descritto nei documenti di marketing del fondo. Un ultimo aspetto critico per gli intermediari e soprattutto per i loro investitori è il regime dei compensi del fondo, che di solito ha un effetto molto significativo sul rendimento netto del fondo specie nel lungo periodo.

Conclusione

Come ha confermato uno studio recente pubblicato dall'Alternative Investment Management Association (AIMA), la storia degli hedge fund continua ad essere una storia di innovazione e sviluppo. Con oltre 14.800 fondi e 3.500 miliardi di dollari di patrimonio gestito, gli hedge fund si sono affermati come un'importante fonte di innovazione nel risparmio gestito, che continua ad attrarre imprenditori finanziari di talento a livello globale. Gli hedge fund continuano ad offrire la prospettiva di investimenti con un profilo rischio-rendimento attraente, e di strategie che possono offrire protezione nel caso di un declino nel livello generale dei mercati. Per potersi avvalere al meglio delle opportunità di investimento offerte dagli hedge fund, gli investitori devono essere particolarmente attenti all'impatto dei costi di gestione sul rendimento netto del fondo, e assicurarsi di avere una solida comprensione della strategia del fondo e delle procedure operative e decisionali del gestore.

Figura 8**Segnali di rischio nel processo di due diligence**

<p style="text-align: center;">Investment Due Diligence</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● Il gestore non intende dare adeguata trasparenza sugli investimenti nel portafoglio ● I rendimenti storici non sono correlati ai fattori chiave della strategia che il manager ha descritto nel suo processo di investimento ● Mancanza di chiarezza nel processo di ricerca e di investimento ● Mancanza di controlli adeguati e di segregazione delle responsabilità tra le attività di investimento e quelle di controllo ● Il portafoglio di investimenti alternativi è altamente concentrato in una posizione singola o un singolo settore mentre il gestore ha dichiarato di perseguire una strategia di diversificazione ● Il personale che ha l'incarico di implementare la strategia non ha conoscenze adeguate al livello di complessità della strategia implementata ● La strategia del manager è affetta da "style drift" ● Gli investimenti in base alla descrizione del manager mancano di chiarezza e sono eccessivamente complessi
<p style="text-align: center;">Operational Due Diligence</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● Mancanza di un amministratore qualificato esterno ● Impiego di un revisore dei conti che non ha esperienza adeguata nell'effettuare controlli di bilancio di fondi di investimento ● Giudizio di controllo con riserva espresso dalla società di revisione nei bilanci certificati, o paragrafi di enfasi riguardo alla valutazione degli investimenti, o operazioni con operatori collegati ● Il controllo dei precedenti personali ha messo in evidenza dei fatti regolatori non favorevoli, dichiarazioni di bancarotta, o problemi legali seri riguardo al manager o ad altro personale chiave ● Indentificazione di potenziali conflitti di interesse, ad esempio riguardo ai compensi del gestore o ad attività con società affiliate ● Infrastruttura operativa insufficiente, compreso un programma di conformità normativa inadeguato ● Mancanza di procedure adeguate per la valutazione degli investimenti

Investimenti alternativi ora più vicini al «core»

a cura di Steve Alvarez,

Senior Vice President, Alternative Investments

LAZARD
FUND MANAGERS

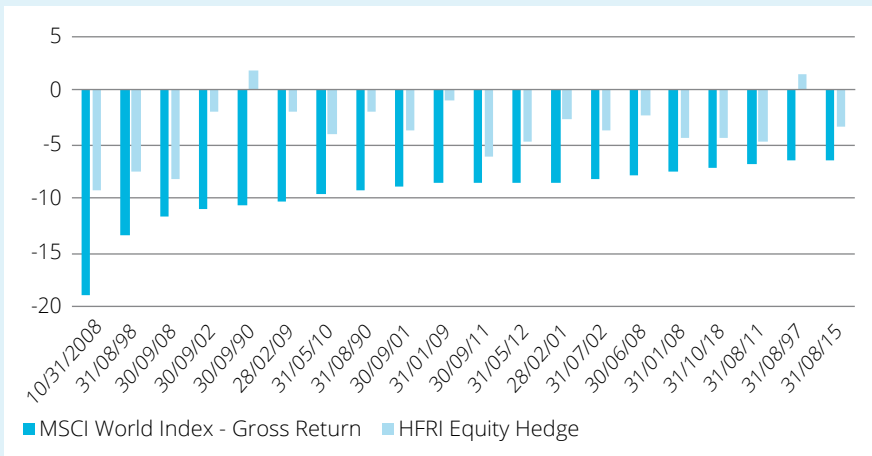
Per gli investitori sofisticati, gli alternative asset sono oramai “alternativi” solo di nome. Oltre ad azioni e obbligazioni, nei portafogli core vi sono sempre più investimenti in materie prime, immobili, private equity e hedge fund. Nonostante rendimenti spesso straordinari, la maggior parte di questi asset alternativi non è ideale per investitori sensibili ai costi, per via delle commissioni di performance elevate relativamente ai rendimenti netti realizzati, o per quelli con orizzonti temporali limitati, a causa della loro natura illiquida. In risposta a tali preoccupazioni, vi è un numero crescente di liquide alternative che offrono investimenti simili agli hedge fund ad un pubblico più ampio di investitori.

COME RENDERE LIQUIDO UN INVESTIMENTO ALTERNATIVO

A livello strutturale, gli investimenti alternativi liquidi si distinguono dai loro predecessori meno liquidi per due importanti aspetti: anzitutto, sono soggetti ad un reporting più rigoroso e alle normative in materia di trasparenza, dato che operano come fondi UCITS e non come partnership private. In secondo luogo, diversamente dalle partnership cosiddette li-

Figura 1

Rendimenti mensili negativi, 20 anni conclusi il 31 ottobre 2018



Fonte: HFRI, MSCI

mitted che possono mantenere immobilizzati i fondi degli investitori per periodi prolungati, offrono liquidità periodica, quindi possibilità di riscatto ad intervalli più frequenti. Questi requisiti escludono alcuni degli hedge fund più esotici come, ad esempio, quelli che investono nel debito distressed. Ciononostante, molte strategie alternative consolidate, segnatamente quelle azionarie long/short, offrono ora soluzioni conformi agli standard UCITS.

Proprio come gli hedge fund classici, anche gli investimenti alternativi long/short liquidi possono amplificare e rafforzare i portafogli, diversificando il flusso di rendimenti. A titolo esemplificativo, in ambito azionario long/short, i guadagni realizzati con la vendita di un'azione allo scoperto, a seguito di un calo di prezzo, incrementano i rendimenti derivanti dalla detenzione di posizioni azionarie long con prezzi in rialzo. Realizzando guadagni con la vendita allo scoperto, la strategia long/short rafforza quindi un portafoglio rispetto alle flessioni dei mercati. Il benchmark della strategia ha espresso costantemente una sovraperformance rispetto al principale benchmark tradizionale long-only nelle fasi di ribasso (Figura 1), mentre la componente lunga gli consente di partecipare alle fasi di rialzo.

APPIANARE LE DIFFICOLTÀ, ACCELERARE LA CORSA

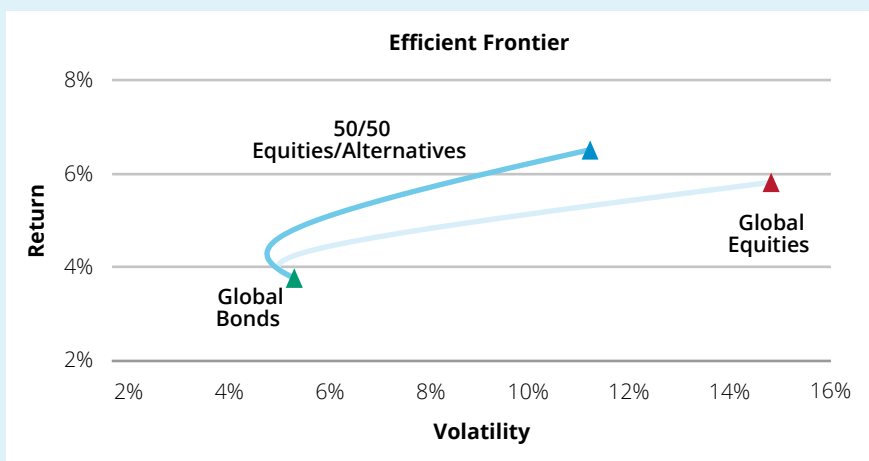
L'effetto combinato di sovraperformance nelle fasi di ribasso e di partecipazione al rialzo della strategia long/short liquida riduce la volatilità del portafoglio. Riuscendo a realizzare un rendimento a prescindere dalla direzione del mercato, l'allocazione attenua fortemente gli choc creati dagli «scossoni» del mercato e, nel lungo termine, funge da acceleratore del tasso di crescita compounded, secondo una proposizione aritmetica di base: se l'allocazione



long/short può dimezzare le perdite del portafoglio nelle fasi discendenti, il portafoglio deve guadagnare solo un terzo per recuperare le perdite e iniziare a crescere nuovamente nelle fasi di ripresa del mercato.

La natura bidirezionale della strategia long/short liquida aggiunge anche una dimensione di diversificazione al portafoglio core. Nei vent'anni che si sono chiusi al 31 ottobre 2018, la correlazione long/short rispetto all'aggregato obbligazionario globale è stata pari solo allo 0,17. Di conseguenza, un'allocazione long/short liquida con un mix di azioni e obbligazioni avrebbe sospinto al rialzo e verso sinistra (Figura 2) la frontiera efficiente di un universo di azioni e obbligazioni. Questa misura di rendimenti corretti per il rischio si traduce in un maggior risk premium dell'allocazione long/short rispetto al suo corrispettivo long-only. In altre parole, ad un tasso di volatilità annua attesa del 7%, gli investitori long-only potrebbero aspettarsi un rendimento del 4,8% con un'allocazione del 45% in obbligazioni. La ripartizione di metà delle loro posizioni azionarie in long-only e metà in long/short innalzerebbe il rendimento atteso

Figura 2
Il 50/50 azioni/obbligazioni alternative comprende 50% dell'MSCI World e 50% dell'HFRI



Fonte: HFRI, MSCI, 20 anni conclusi al 31 ottobre 2018

al 5,4%. Accettan-
do una volatilità
annualizzata del
9%, il differenziale
sarebbe ancora
più elevato: 4,9%
rispetto al 6,0%.

La rivoluzione
long/short liquida
consente agli inve-
stitori di ottenere
un apprezzamen-
to simile a quello
azionario senza
dover sostenere
una volatilità long-

only. Nel breve termine, la strategia long/short liquida può rendere meno accidentato il percorso generando nel lungo termine un rendimento superiore.

IL MOMENTO GIUSTO È ADESSO

La capacità degli investimenti alternativi liquidi di trarre vantaggio, a prescindere dalla direzione del mercato, potrebbe essere particolarmente positiva ora che il quantitative easing globale sta giungendo al termine. La conclusione delle politiche accomodanti delle banche centrali comporterà molto probabilmente un aumento della volatilità a cui abbiamo già iniziato ad assistere negli Stati Uniti. Un'allocazione alternativa liquida, come osservato, può fungere da ammortizzatore.

Tuttavia, le azioni non devono necessariamente scendere di valore affinché le strategie alternative si distinguano. La conclusione del quantitative easing dovrebbe anche ridurre le correlazioni fra le azioni che, sostenute dalle banche centrali, hanno registrato un movimento corale al rialzo. Il venir meno di tale sostegno ed un ritorno agli schemi storici di winners e losers potrebbero favorire i rendimenti relativi degli investimenti alternativi liquidi, in quanto i gestori long/short sfruttano le opportunità di vendita allo scoperto di cui non dispongono i loro corrispettivi long-only.



CAPITOLO 2

PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

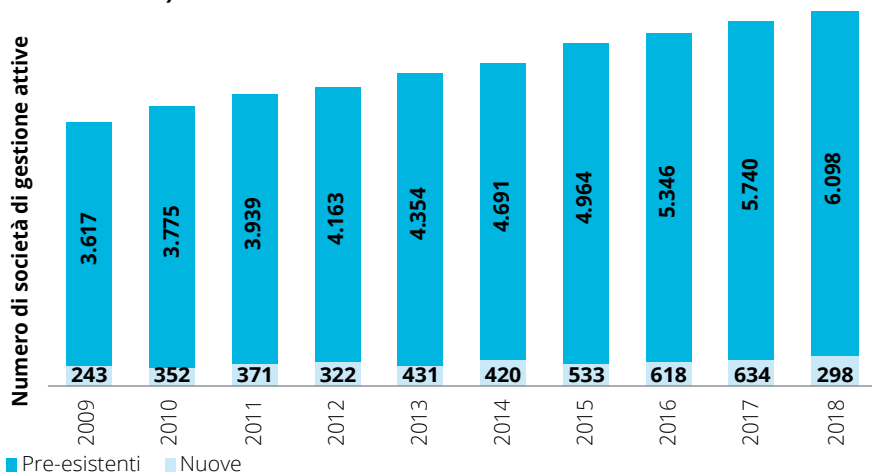
di Antonella Puca, CFA

Gli investimenti in private equity consistono nell'acquisto di partecipazioni in aziende private o aziende quotate che vengono privatizzate con l'obiettivo di realizzare una plusvalenza attraverso l'aumento di valore e la dismissione delle partecipazioni stesse, di solito in un periodo compreso tra i quattro e i sei anni dall'investimento iniziale (*Si ringraziano Richard Carson, Raffaele Cicala, Brett Hickey, Monica Romanin, Ubaldo Messia e Gianluca Moretti per i contributi prestati ed i commenti a questo capitolo*). Questi investimenti tendono ad avere una correlazione ridotta con il mercato dei titoli obbligazionari e azionari di società quotate ed offrono benefici di diversificazione, con la possibilità di migliorare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio complessivo. L'investimento in private equity si attua solitamente mediante fondi dedicati in cui la selezione delle aziende target è operata da una società di gestione o da un organo equivalente, con competenze specifiche nel settore. Nei fondi di private equity vi è un

rapporto diretto tra il gestore del fondo ed il management delle aziende di portafoglio; il livello di interazione dipende da diversi fattori, tra cui l'attivismo del gestore di private equity, la quota di partecipazione acquisita (maggioranza, minoranza qualificata e in casi più rari minoranza semplice) e la permanenza del socio fondatore. Grazie all'acquisizione di una quota significativa dell'azienda e all'ingresso nel management della società, il gestore ha la possibilità di contribuire attivamente con la sua esperienza e conoscenze tecniche a modificarne il profilo economico e finanziario per creare valore per gli investitori. I fondi di private equity sono strutturati tipicamente come fondi d'investimento chiusi, con un ciclo di vita tra gli otto e i dodici anni. Gli investitori istituzionali di solito non esborsano tutto il loro capitale alla costituzione del fondo. Piuttosto, si impegnano a contribuire l'ammontare di capitale sottoscritto ("committed capital") in quote a seguito di richieste specifiche dal gestore ("capital calls" o "draw

Figura 1

Private equity - Numero di società di gestione attive (in base all'anno di inizio attività)



Fonte: Preqin

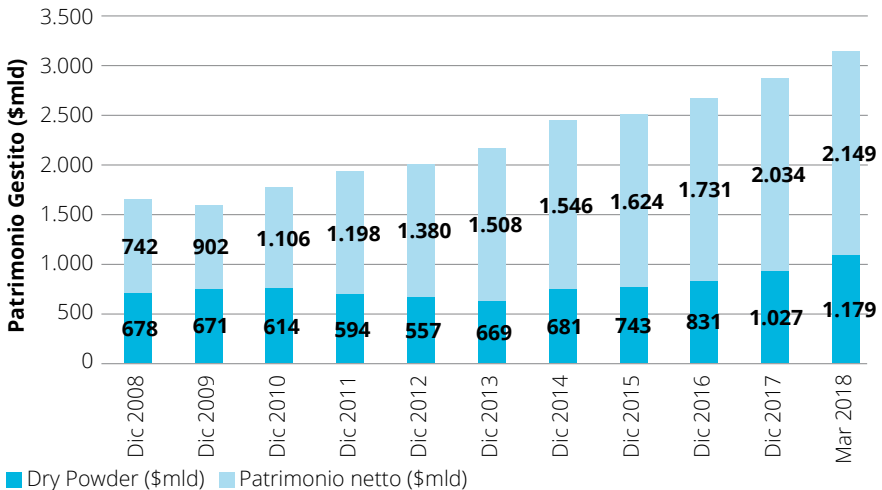
downs”) per coprire le spese del fondo e/o nuovi investimenti.

I fondi di private equity calcolano il valore del patrimonio netto (“net asset value” o NAV) come il valore delle attività al netto delle passività di bilancio. Questo valore viene riportato agli investitori periodicamente e viene rilevato e verificato per quanto riguarda i fondi di diritto italiano nei rendiconti annuali al 31 dicembre e semestrali al 30 giugno. Oltre al valore del patrimonio netto, i fondi di private equity riportano anche il valore del patrimonio gestito (“assets under management” o “AUM”) come la somma del patrimonio netto e dell’ammontare del capitale sottoscritto che non è stato ancora “chiamato” dal gestore

(“uncalled capital” o “dry powder”). Ad esempio, un fondo che ha patrimonio netto di 150 milioni di euro, e che ha capitale sottoscritto ma non ancora “chiamato” e versato al fondo per 50 milioni di euro, ha un patrimonio gestito di 200 milioni di euro.

Panorama di settore

Secondo i dati Preqin (ottobre 2018), vi sono a livello globale oltre 6,300 società di gestione di private equity che si possono qualificare come “active” per aver aperto un nuovo fondo o aver gestito un fondo che ha raccolto nuovi capitali negli ultimi dieci anni (Figura 1). Il numero di società di gestione attive è in costante crescita sin dal 1990; solo negli ultimi 10 anni

Figura 2**Private equity - Patrimonio gestito dicembre 2008 - marzo 2018**

Fonte: Preqin

la crescita è stata del 66%. Secondo le stime di Preqin, le società di gestione di private equity occupano oltre 100.000 persone e gestiscono oltre 9.000 fondi.

Alla fine di marzo 2018, il patrimonio gestito totale dei fondi di private equity era di circa 3.325 miliardi di dollari, un incremento di oltre l'8% rispetto al dicembre 2017 e di circa il 30% rispetto al Dicembre 2016 (Figura 2). Di questo ammontare, il 65% è rappresentato dal valore delle società di portafoglio ("unrealized value"), e il 35% rappresenta il capitale che gli investitori si sono impegnati a versare con la sottoscrizione ma che ancora deve essere richiamato dal gestore ("dry powder").

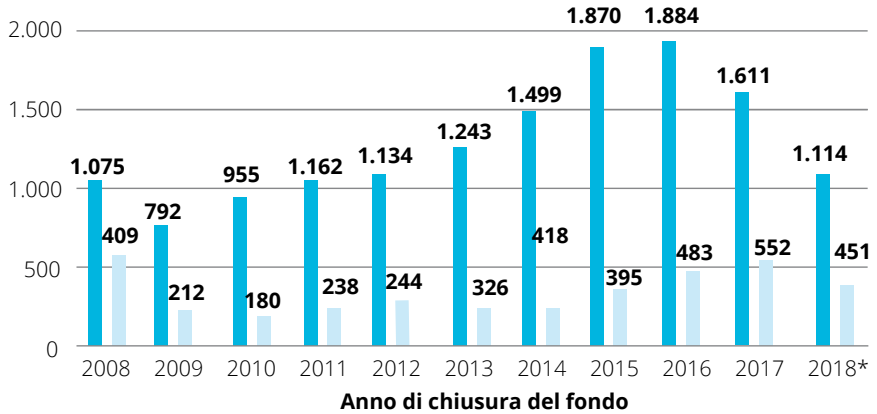
Nel 2017, 1.611 fondi di private equity hanno raccolto capitali per 552 miliardi di dollari, con un incremento del 14,2% rispetto al 2016.

Nel complesso, l'ammontare medio del capitale raccolto per fondo è stato di 343 milioni di dollari rispetto a 256 milioni di dollari nel 2016. Il 2017 ha anche visto la maggiore raccolta mai effettuata da un singolo fondo: Apollo Investment Fund IX, un fondo con sede negli Stati Uniti e gestito da Apollo Global Management, ha raccolto sottoscrizioni per 24.7 miliardi di dollari.

I dati relativi ai primi dieci mesi del 2018 mostrano un calo nella raccolta di capitali rispetto allo stesso periodo del 2017 di circa il 18% su base

Figura 3

Private equity - Raccolta globale di capitali 2008 - 2018



■ Numero di fondi chiusi nell'anno

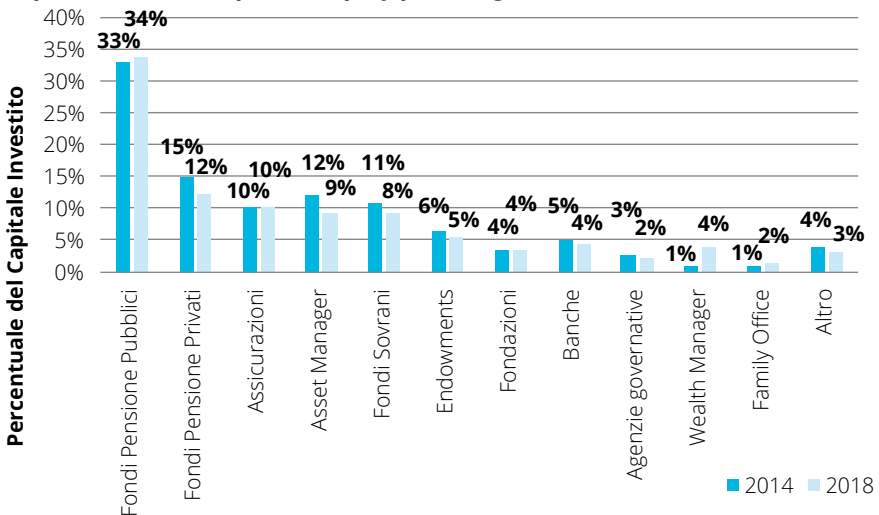
Fonte: Preqin; *stima

annualizzata, ma anche un ulteriore aumento dell'ammontare medio del capitale raccolto per fondo, che ha superato i 400 milioni di dollari al 30 ottobre 2018. Nel complesso, il mercato dei fondi di private equity si sta evolvendo nella direzione di una sempre maggiore concentrazione dei capitali nelle maggiori società di gestione, con la dimensione media dei fondi che ha oltrepassato i 520 milioni di dollari di patrimonio gestito nel 2018 rispetto ai 480 milioni del 2017.

In termini di distribuzione geografica, dei fondi che hanno raccolto capitali nel 2017, il Nord America ha contribuito per il maggior numero di operatori con il 51,1% circa, seguito dall'Europa con il 20,4%, dall'Asia con

il 20,7% e il resto del mondo per un 7,7%.

La Figura 4 indica la distribuzione del patrimonio gestito in base al tipo di investitore. Secondo le stime di Preqin, oltre il 47% proviene da fondi pensione pubblici e privati. Il CPP Investment Board, un fondo pensione pubblico con sede in Canada, è il maggiore investitore individuale in private equity a livello globale con un patrimonio gestito di 356 miliardi di dollari canadesi, di cui il 19,4% investito in private equity al marzo 2018. I family office e i fondi sovrani hanno la maggiore allocazione al private equity in percentuale del loro patrimonio investito complessivo (rispettivamente, 29,9% e 16,6% al gennaio 2018 in base alle stime di Preqin). Circa il 25% of degli investitori ha sede in Europa.

Figura 4**Capitale investito in private equity per categoria di investitore 2014 vs 2018**

Fonte: Preqin

Private equity in italia

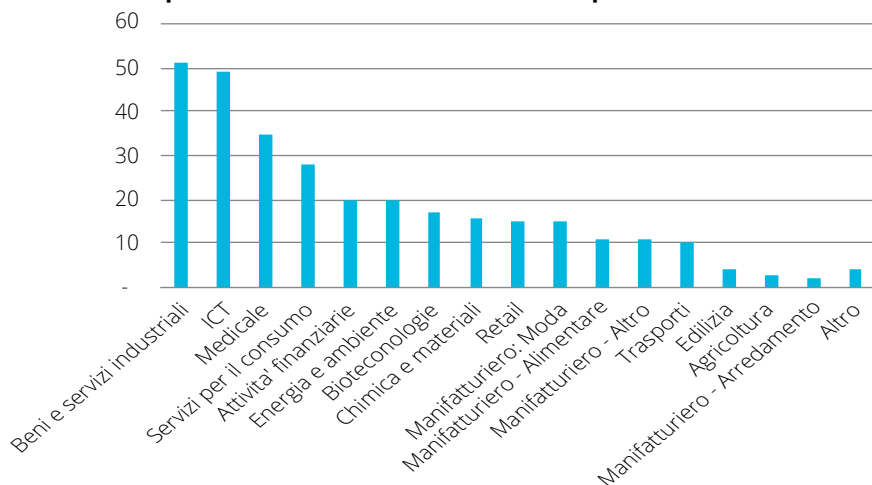
In Italia, secondo i dati dell'Associazione Italiana del private equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), nel corso del 2017 vi sono stati 140 operatori attivi che hanno svolto almeno una operazione di investimento, disinvestimento o raccolta di capitali, con un incremento del 5% rispetto al 2016 (AIFI, "2017 Il Mercato Italiano del private equity e Venture Capital", 2018). Il 45% degli operatori che hanno investito in Italia è internazionale (di cui oltre il 70% senza un ufficio in Italia). Al 31 dicembre 2017, le società nel portafoglio degli operatori nel mercato italiano risultavano pari a 1.292 (95% in Italia), con una valorizzazione (costo storico d'acquisto) di 25 miliar-

di di euro (circa 20 milioni di euro per società). Alla stessa data, il valore del "dry powder" ancora da investire è di 11,7 miliardi di euro.

Nel corso del 2017, gli operatori italiani hanno ricevuto sottoscrizioni per 6,3 miliardi di euro: un incremento molto significativo rispetto agli 1,7 miliardi di raccolta del 2016, ma che tuttavia denota una forte dicotomia tra la crescita della raccolta legata agli operatori istituzionali (5 operatori che hanno raccolto l'85% delle sottoscrizioni) ed i fondi di operatori indipendenti privati, che sono diminuiti del 29% nel 2017, a quota 920 milioni di euro (28% di provenienza estera). La componente principale degli investimenti privati proviene dagli investitori

Figura 5

Investimenti per settore di attività - Numero di operatori in Italia - 2017



Fonte: AIFI

individuali e dai family office (27%), seguiti dai fondi di fondi di private equity (17,5%).

Riguardo all'attività di investimento in Italia, nel 2017 sono state effettuate 311 operazioni, per un controvalore complessivo totale di 4,9 miliardi di euro (costo storico d'acquisto, dimensione media di investimento di circa 15,9 milioni di euro). In termini di numero di operazioni, prevale l'investimento di aziende di piccole e medie dimensioni (con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro), che sono state il target del 78% delle operazioni. Il taglio medio delle operazioni nel 2017 è stato di 15,9 milioni di euro (costo storico d'acquisto). In termini di ammontare investito, le operazioni di maggiori dimensioni (al di sopra dei

150 milioni di euro) coprono il 32% dei volumi; gli investitori internazionali prevalgono sui domestici e hanno assorbito il 63% del mercato.

La Figura 5 mostra la distribuzione settoriale del numero di investimenti realizzati da operatori di private equity in Italia nel 2017.

Il settore dei beni e servizi industriali ha attirato il maggior numero di investimenti, seguito da ICT (comunicazioni, computer ed elettronica) e dal settore manifatturiero nel suo complesso (moda, alimentare, arredamento e altro). In controtendenza rispetto a quanto è avvenuto a livello globale, l'AIFI ha rilevato che vi è stato un declino sia nel numero di operazioni che nell'ammontare investito

nelle aziende che si qualificano come “high tech” rispetto al 2016.

Struttura legale e operativa

Gli investitori possono avere accesso al private equity investendo direttamente in una o più aziende (investimento diretto), o investendo in un fondo di private equity (gestore individuale, multi-strategy o fondo di fondi, fondo quotato o privato). Un'altra possibilità per gli investitori istituzionali è di investire mediante un conto dedicato a nome dell'investitore presso una banca di custodia e gestito da un manager specializzato in private equity (“separately managed account”). Tale operatività è però tipicamente confinata a programmi di investimenti di ammontari molto significativi, necessari a creare un portafoglio che abbia anche una ragionevole diversificazione.

Struttura legale

Negli Stati Uniti, i fondi di private equity sono strutturati generalmente come “limited partnerships” (simili

alle società in accomandita semplice di diritto italiano) in giurisdizioni che presentano regimi fiscali e di diritto societario favorevoli, come lo Stato di Delaware. Come nel caso degli hedge fund, in una typical Delaware limited partnership il “general partner” ha la responsabilità manageriale e strategica del fondo, mentre i “limited partners” sottoscrivono il capitale a responsabilità limitata. I limited partners possono partecipare in alcune decisioni di gestione straordinaria, per esempio, nel caso di un cambiamento di gestione, di una ristrutturazione del fondo, o di un'estensione dei termini del fondo. Di solito, il general partner delega la gestione ordinaria del fondo ad una società affiliata (il “manager” del fondo). Inoltre, per meglio allineare i propri interessi a quelli degli investitori, il general partner di solito ha anche un investimento di capitale nel fondo, generalmente tra l'1% e il 5% del capitale totale sottoscritto.

In Italia, la struttura legale più comune per i fondi di private equity è il

fondo comune di investimento chiuso, gestito da una società di gestione del risparmio (SGR). Questo tipo di struttura, analogamente ad una Delaware limited partnership, consente di separare dal punto di vista della governance il ruolo di sponsor (general partner), gestore del fondo (manager) e investitore esterno (third-party investor).

Una caratteristica particolare dei fondi comuni di investimento chiuso è la relativa facilità con cui gli investitori possono effettuare un cambiamento nella SGR di gestione. In alcuni casi, la maggioranza semplice della proprietà è sufficiente a questo scopo. Il regime fiscale dei fondi comuni di investimento chiusi italiani si basa sull'applicazione dell'aliquota del 26% sull'incremento di valore della quota del fondo durante l'anno fiscale. Il regime fiscale IRES e IRAP non si applica a questi fondi.

Oltre ai fondi comuni di investimento chiuso, il decreto legislativo N.44 del 4 marzo 2014 che ha modificato il testo Unico della Finanza in attuazione

della direttiva AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) in Italia, ha introdotto la società di investimento a capitale fisso (SICAF), la cui disciplina è regolamentata dagli articoli 35b e seguenti del TUF. Le SICAF possono essere gestite internamente tramite il proprio consiglio di amministrazione o delegare la gestione ad una società esterna. Il regime delle SICAF consente di differenziare i compiti dei diversi partecipanti al capitale e di distinguere tra azionisti direttamente coinvolti nella gestione, solitamente titolari di azioni ordinarie, e soggetti con diritti limitati e titolari, ad esempio, di azioni al portatore o azioni di risparmio. Altri veicoli che possono essere utilizzati per effettuare investimenti di private equity in Italia includono i fondi internazionali con autorizzazione e altri veicoli strutturati in base agli art. 106 e 107 del Testo Unico Bancario.

Recentemente, c'è stato un incremento nel numero di fondi strutturati come SPAC (Special Purpose Acquisition Company) che ha facilitato

l'accesso al mercato degli investitori retail, trattandosi di una società quotata in borsa. Una SPAC è una società d'investimento quotata (di solito sul mercato AIM) che raccoglie capitali da investire nell'acquisto di un'unica azienda operativa. L'azienda eventualmente accede al mercato quotato mediante la fusione con la SPAC. La SPAC può acquistare la partecipazione nell'azienda target dal socio fondatore della stessa azienda o da un'altra società di private equity in una transazione sul mercato secondario. Dal 2011 sino al maggio 2018 in Italia sono state costituite 24 nuove SPAC, che hanno raccolto circa 3,5 miliardi di euro di capitale. Tra queste, 11 avevano già completato la combinazione aziendale con aziende target in vari settori (dati al maggio 2018). Le SPAC hanno raccolto capitali che variano tra i 35 e i 600 milioni di euro, con una media di 150 milioni ciascuna. Una delle caratteristiche della SPAC è che l'azienda target deve essere stata ancora individuata nel periodo della raccolta dei capita-

li. La SPAC ha in effetti un "assegno in bianco" riguardo all'azienda target da acquisire, il che spiega il nome di "blank check company" attribuito alle SPAC sin dai tempi del loro debutto a Wall Street negli anni Ottanta.

Tornando agli investimenti di fondi di private equity, oltre all'investimento nelle quote di un fondo, la società di gestione può offrire agli investitori di un fondo di partecipare parallelamente ("co-invest") in un singolo deal, acquistando una quota di equity in un veicolo separato dal fondo, e creato con lo scopo specifico di investire in una singola azienda operativa. Queste opportunità di co-investimento possono essere molto attraenti dal punto di vista del regime dei costi di gestione, potenziale rendimento e responsabilità limitata. Un investitore ha infatti la possibilità di partecipare direttamente al capitale di un'azienda lasciando la gestione operativa al fondo di private equity. D'altro lato, però, il coinvestimento tende ad aumentare la concentrazione di rischio su una specifica azienda. Secondo Preqin, il

64% delle società di gestione a livello globale hanno offerto delle opportunità di co-investimento ai propri soci nel 2017.

Altra tipologia di struttura è rappresentata dai fondi di fondi, sia di diritto italiano che internazionale. Questa struttura offre benefici di diversificazione e accessibilità a singoli fondi che magari non sono aperti al pubblico indistinto ma solo agli investitori storici degli stessi fondi. Per gli investitori istituzionali, i fondi di fondi possono offrire un modo efficiente per costruire una piattaforma di private equity in alternativa all'istituzione di un programma gestito internamente, e con maggiore flessibilità nell'implementare modifiche nell'asset allocation. I fondi di fondi comportano un secondo strato di commissioni di gestione, di cui tener presente nel valutare i costi/benefici dell'investimento. Preqin identifica 295 società di gestione con fondi di fondi di private equity attive nel mercato nel 2017. I fondi di fondi hanno raccolto nuovo capitale per 17 mi-

liardi di dollari nel 2017, un calo del 36.5% rispetto al 2016.

Nel mese di settembre 2018, Borsa Italiana ha lanciato un fondo di capitale permanente sul mercato MIV che investe in piccole e medie imprese in Italia, e che rappresenta un nuovo veicolo per consentire l'accesso per il momento da parte degli investitori istituzionali al private equity mediante un fondo quotato. Il fondo "NB Aurora" è promosso da Neuberger Berman ed è strutturato come un fondo alternativo autorizzato in Lussemburgo e distribuito in Italia con il passaporto della regolamentazione AIFMD. Si tratta di un nuovo segmento interessante e che potrebbe offrire nuove prospettive di crescita per il mercato del private equity in Italia.

Spese e Costi di Gestione

Come gli hedge fund del capitolo precedente, i fondi di private equity addebitano le spese di gestione sotto forma di una commissione di gestione ("management fee") che si basa sul valore del patrimonio sottoscritto

("committed capital") o del patrimonio effettivamente investito, ed una componente legata al rendimento del fondo ("performance fee" o "carried interest"). Il modello "2 and 20" che comporta una management fee del 2% annuo (solitamente su base trimestrale o semestrale) ed una performance fee del 20% delle plusvalenze nette realizzate dagli investitori del fondo si applica generalmente anche ai fondi di private equity. Nei fondi che seguono il modello di una Delaware limited partnership, la performance fee viene addebitata generalmente come una assegnazione di una quota delle plusvalenze nette su base cumulativa dai limited partners al general partner. La performance fee si "cristallizza" al momento in cui gli investimenti vengono liquidati e i flussi di cassa delle vendite distribuiti agli investitori. A tutela dei limited partners, è preferibile che la performance fee sia liquidata sul rendimento al livello del fondo complessivo, anziché in base al rendimento di ciascun investimento individuale.

In base al sondaggio di Preqin, l'89% dei fondi di private equity ha una "hurdle rate" (rispetto al 23% degli hedge fund), definita come il tasso di rendimento netto minimo da realizzare prima che la società di gestione (tramite il general partner) possa ricevere una performance fee. La hurdle rate più frequente dei fondi di private equity diretti su base globale che hanno effettuato raccolta di capitale nel 2017 o che hanno iniziato l'attività nel periodo 2016/2017, è dell'8% (69% dei fondi). Il 5% dei fondi ha una hurdle rate uguale o superiore al 10% (*Preqin, 2018 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*). Di solito, alla hurdle rate si accompagna anche una clausola di "catch up" che fa in modo che, una volta che la hurdle rate sia stata raggiunta, la società di gestione riceva le plusvalenze nette fino a raggiungere la sua quota pre-stabilita delle plusvalenze nette totali. Ad esempio, se un fondo ha una hurdle rate dell'8%, ed ha un rendimento netto del 15%, i limited partners riceveranno il primo 8% delle plusvalen-

ze nette. Con una performance fee al 20%, il general partner riceverà il successivo 2% (cioè il 20% del primo 10% di rendimento netto complessivo). Il rimanente 5% di rendimento netto verrà assegnato in proporzione 80/20 ai limited partners e al general partner, rispettivamente. Riguardo all'Italia, l'AIFI nota che il livello della hurdle rate dipende tipicamente dalle condizioni dei mercati finanziari al momento della raccolta del fondo, e che una definizione dell'hurdle rate flessibile, calcolata come media di indicatori di rendimento variabile, quale il rendimento dei titoli di Stato su un periodo prestabilito o altri indicatori similari, potrebbe essere una soluzione per incentivare il gestore ma nello stesso tempo rispondere alle esigenze dell'investitore di remunerare il rischio di un investimento di lungo termine e scarsamente liquido (*AIFI, Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali, "L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence"*). Oltre al carried interest e alle com-

missioni di gestione, i fondi di private equity incorrono una varietà di spese aggiuntive sia direttamente, al livello del fondo, che indirettamente, a livello delle società operative in cui investono. Gli accordi sull'allocazione delle spese tra la società di gestione e il fondo è un aspetto molto delicato nella negoziazione delle clausole dei regolamenti di un fondo, e possono influire in maniera molto significativa sui risultati finali di gestione. Di solito, i fondi pagano direttamente le spese riconducibili alla formazione del fondo ("organization costs"), certificazione dei rendiconti periodici, i costi amministrativi, le spese per la banca depositaria e le spese di "transazione", tra cui le spese legali, contabili e di due diligence, legate agli investimenti. Tra i costi che più frequentemente sono oggetto di negoziazione tra la società di gestione e il fondo vi sono i costi relativi al marketing e alla distribuzione del fondo, i costi di transazione degli investimenti che non vengono portati a termine ("broken deals"), ed alcune delle spese di ricerca.

Dal punto di vista delle spese indirette, gli investitori dovrebbero tener presente che, oltre alle commissioni di gestione al livello del fondo, le società di gestione e le loro società affiliate possono entrare in contratto direttamente con le aziende operative di portafoglio per ricevere compensi, per esempio per il ruolo svolto nel consiglio di amministrazione, per consulenza operativa al management, e per consulenze o attività di M&A che, in alcuni casi, possono anche coinvolgere direttamente il fondo oltre che l'azienda partecipata. Questi rapporti si qualificano come transazioni tra parti collegate ("related party transactions") e richiedono trasparenza adeguata. È importante che gli investitori svolgano un'attenta revisione dei regolamenti del fondo e abbiamo chiarezza sulle commissioni al gestore e il carried interest, e sui vari strati di spese che vengono addebitate sia al livello del fondo che delle aziende partecipate. Trattandosi di un investimento tipicamente illiquido, da cui difficilmente è possibile uscire prima

della scadenza, è fondamentale perseguire in fase contrattuale il massimo allineamento di interessi possibile tra gestore del fondo e investitore.

Il mercato secondario per le transazioni di private equity

Gli investitori possono accedere agli investimenti di private equity anche sul mercato secondario. Brett Hickey, Ceo di Star Mountain Capital, una società di gestione con sede negli Stati Uniti specializzata nel mercato secondario di private equity, nota che "vi sono due tipi fondamentali di transazioni secondarie. Innanzi tutto, un investitore può acquistare una partecipazione in una azienda operativa o in un portafoglio di aziende operative da un altro investitore che cerca liquidità ("direct purchase interest"). Per esempio, un investitore potrebbe aver investito dei capitali personali in un'azienda e voler vendere la propria quota di partecipazione nell'azienda sul mercato secondario. In alternativa, un investitore può acquistare la partecipazio-

ne in un fondo di private equity da un'altro investitore che desidera invece uscire dal fondo ("fund interest purchase"). Per esempio, un fondo pensione potrebbe voler ridurre l'allocazione al private equity come asset class nel suo portafoglio, oppure semplicemente terminare il rapporto con un particolare gestore e avere occasione di vendere la propria partecipazione al fondo sul mercato secondario. In questo caso, l'investitore che subentra al fondo pensione acquisterà in un'unica transazione delle quote aziendali indirettamente, attraverso l'acquisto di una quota del fondo, e si assumerà anche l'eventuale obbligo in capo al fondo pensione in uscita di partecipare alle capital calls che restano. Il mercato secondario è cresciuto rapidamente negli ultimi anni, ed è una piattaforma molto utile per fornire liquidità al mercato e dare flessibilità agli investitori" (*Antonella Puca, "Growing Trends in Private Equity: Secondary Market Investing", Enterprising Investor, CFA Institute, 2018*).

Strategie di private equity

I fondi di private equity che investono direttamente in aziende operative private vengono classificati di solito in base allo stadio di sviluppo e al settore operativo delle aziende target, e in base al tipo di strategia di disinvestimento ("exit strategy"). I fondi variano anche in base alle dimensioni delle aziende target e all'area geografica di copertura. Ad esempio, tra i fondi di diritto italiano possiamo distinguere i fondi "locali" che investono in aziende che hanno sede in Italia (di solito fondi tra i 50 e i 150 milioni di euro), fondi paneuropei, di solito tra i 500 milioni e i 5 miliardi di euro, e fondi attivi anche a livello globale, oltre i 2 miliardi di euro.

Stadio di sviluppo

Venture Capital. I fondi di venture capital investono in aziende relativamente di nuova costituzione ("start-up"), che non hanno ancora un'operatività consolidata, ma hanno un alto potenziale di crescita, che tipicamente risulta da una nuova tecno-

logia, prodotto o modello operativo. Esistono diverse fasi di investimento nel venture capital. Nel “seed stage”, il primo stadio dell’investimento di venture capital, l’azienda potrebbe non avere ancora un prodotto o una tecnologia già sperimentati in modo efficace. I finanziamenti del fondo vengono spesso utilizzati per stabilire se il prodotto o la tecnologia possono essere utilizzabili commercialmente, e per sviluppare un nuovo prodotto e servizio. In uno stadio successivo di “start-up”, i finanziamenti possono servire a identificare il gruppo manageriale e creare l’infrastruttura operativa della nuova azienda, e dare inizio al piano di vendita. Nella fase di expansion o late stage, gli investitori partecipano ad un secondo o terzo giro di finanziamenti per sostenere l’attività di generazione dei ricavi su larga scala. In questo stadio, l’azienda potrebbe non aver ancora generato dei profitti al netto delle spese operative, ed avere ancora flussi di cassa negativi riguardo alle operazioni ordinarie, ma può già avere un

prodotto consolidato e una strategia di mercato sviluppata. Nella fase pre-exit, gli investitori di solito finanziano un’ultima tranche di capitali per portare l’azienda alla quotazione in Borsa o per raggiungere la profittabilità con la prospettiva di un’uscita imminente dall’investimento.

Gli investimenti di venture capital, specialmente nelle fasi di seed e start-up, hanno un alto profilo di rischio e rendimento attesi. I fondi di venture capital mitigano l’alto rischio di perdita del capitale con una strategia di diversificazione, assumendo posizioni minoritarie (10-30% del capitale aziendale in azioni o prestiti obbligazionari convertibili) in un numero relativamente alto di investimenti, con l’aspettativa che almeno qualcuno tra questi possa aver esito positivo, e compensare abbondantemente le perdite sugli altri investimenti.

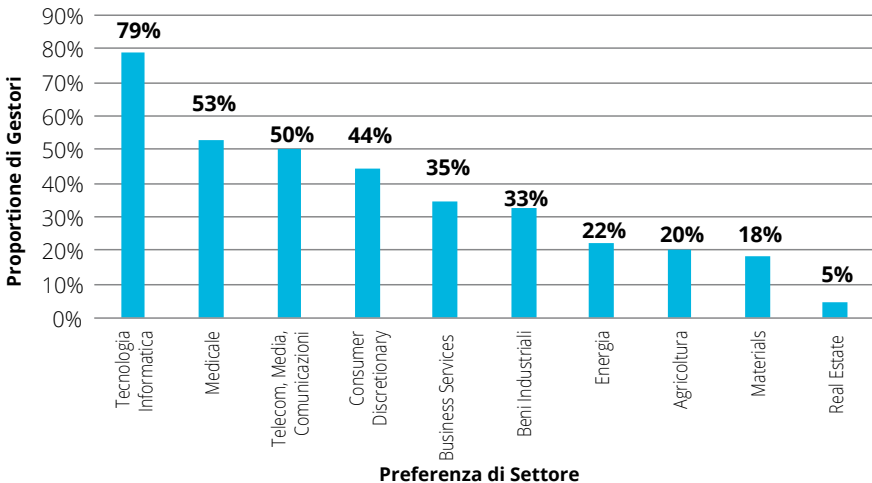
Nel 2017, secondo le stime di Preqin, 417 nuovi fondi di venture capital hanno raccolto 55 miliardi di dollari di capitale, di cui 30 miliardi di dollari nel

Nord America, 7 in Europa, 14 in Asia e 4 nel resto del mondo (*Prequin 2018 Prequin Global private Equity and Venture Capital Report*). La fase di start-up in cui investono i fondi di venture capital richiede un esborso medio generalmente più contenuto rispetto al private equity classico, come dimostrato dalla dimensione media della raccolta per fondo nel 2017 (circa 131 milioni di dollari per fondo). Gli Stati Uniti, con 1,199 hanno il maggior numero di società di gestione attive nel venture capital a livello globale, seguiti dalla Cina (368), Regno Unito (94) e India (89). Nella zona Euro il paese con il maggior numero di società di gestione è la Francia (63).

Nel 2017, i fondi di venture capital hanno portato a termine 11,145 transazioni, con un controvalore complessivo \$182 miliardi di dollari, il che rappresenta un calo del 6,7% nel numero di transazioni rispetto al 2016 ma anche che un aumento del 28% nel volume di affari. Questi dati riflettono la tendenza alla concentrazione delle transazioni nei fondi di maggiori

dimensioni e l'incremento nel numero di transazioni al di sopra del miliardo di dollari. La Figura 6 mostra le preferenze di settore d'investimento dei gestori di fondi venture capital, che privilegiano i settori ad alta tecnologia nella tecnologia informatica, sanità e delle telecomunicazioni/media. A fronte di questi dati sostanzialmente positivi c'è da rilevare un calo dell'attività di disinvestimento (17% di transazioni in meno nel 2017), soprattutto a seguito di un rallentamento dell'attività di IPO e follow-on.

Riguardo all'Italia, secondo il Venture Capital Monitor, nel 2017 sono state realizzate 57 nuove operazioni di venture capital, di cui il 21% effettuato da operatori stranieri. Sia il numero delle operazioni che degli investitori attivi è diminuito rispetto ai dati del 2016: un declino del 38% e del 16% rispettivamente (*VeM Venture Capital Monitor, Rapporto Italia 2017*). Il VeM fa notare che in Italia è possibile identificare nel venture capital la presenza di operatori estremamente eterogenei, dalle persone fisiche che investono a titolo

Figura 6**Preferenze di settore di investimento - Gestori venture capital**

Fonte: Preqin 2017

individuale ai fondi specializzati e ad altri operatori che investono in forma societaria. Le quote azionarie sono solitamente quote di minoranza, mediamente del 30%, con un taglio medio di investimento di 2.9 milioni di euro (3.4 per operazioni di start-up). Le iniziative imprenditoriali private predominano nelle transazioni con il 96% del mercato. Riguardo alla distribuzione geografica, il 37% delle operazioni riguardano società con sede in Lombardia, seguite da Lazio (23%) ed Emilia Romagna (9%), con l'ICT come comparto trainante.

Growth Equity. I fondi di growth equity generalmente assumono posizioni di minoranza in aziende che hanno già un flusso stabile di ricavi e flussi di cassa ordinari positivi, e che

cercano finanziamenti, e anche spesso consulenza strategica e operativa, per perseguire ulteriori opportunità di crescita. Per esempio, un'azienda potrebbe essere interessata ad entrare in un nuovo mercato e utilizzare l'esperienza della società di gestione del fondo per accedere ad un nuovo network nel mercato target. L'azienda potrebbe essere alla ricerca di un'acquisizione strategica, e coinvolgere il fondo di private equity nella ricerca della società da acquisire. I finanziamenti da fondi di growth equity rappresentano di solito il primo capitale di origine istituzionale per l'azienda, esterno al gruppo dei fondatori e possono essere particolarmente attraenti per PMI in mercati emergenti che hanno bisogno

di capitali di crescita per espandersi all'estero. Una delle considerazioni chiave nella selezione di un fondo di growth equity, riguarda proprio la capacità della società di gestione di poter contribuire in maniera efficace a favorire le opportunità di crescita per le aziende acquisite. I fondi di growth capital mettono a disposizione delle aziende in cui investono non solo il capitale per finanziare piani di sviluppo ma anche competenze specifiche e un network di relazioni fondamentali per la crescita, e in particolare in mercati di origine lontani dal mercato di origine dell'azienda.

Secondo le stime di Preqin, nel 2017 i fondi di growth equity hanno raccolto 39 miliardi di dollari in nuovi capitali ed hanno effettuato 669 operazioni per un controvalore di 17.6 miliardi di dollari, con il 62% delle operazioni al di sotto dei 50 milioni di dollari. In base ai dati di Preqin, i fondi che hanno intrapreso l'attività tra il 2004 e il 2014 hanno registrato un rendimento annualizzato netto mediano dell'11% al giugno 2017. La Tabella

1 mostra la performance dei fondi di growth equity in base ai dati di Cambridge Associates al dicembre 2017 su base annualizzata rispetto all'indice globale MSCI EAFE netto calcolato su base PME (public market equivalent). Ad eccezione del breve periodo (1 anno), l'indice di strategia risulta avere una performance annualizzata netta superiore rispetto all'indice di mercato di riferimento.

In Italia secondo i dati AIFI, nel 2017 vi sono state 33 operatori che hanno effettuato investimenti nella segmento "expansion", per un totale di 45 operazioni con un controvalore al costo storico di 338 milioni di euro, in calo del 52,3% rispetto ai 710 milioni di euro del 2016. Gli operatori domestici privati hanno effettuato il 47% delle operazioni, seguiti dagli operatori internazionali al 24%.

Buyout. I fondi che investono in strategie di "buyout" di solito acquisiscono una partecipazione di maggioranza in aziende stabili, con profitti netti e flussi di cassa positivi e consolidati.

Tabella 1

Growth Equity - Fund Index Summary - Rendimento dei Fondi sull'orizzonte temporale di 1, 3, 5, 10 e 20 anni (annualizzato) confrontato con il rendimento dell'Indice MSCI EAFE (netto) modificato da Cambridge Associates su base Public Market Equivalent

Indice	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
CA Growth Equity	20,09	12,21	13,63	9,95	13,47
MSCI EAFE Netto	25,00	8,26	8,07	4,00	5,54

Fonte: Cambridge Associates, dati a dicembre 2017

Nelle transazioni pubblico-privato (PTP), una azienda quotata viene acquisita al 100% e privatizzata. La gran parte delle transazioni, tuttavia, coinvolge aziende private. In un leveraged buyout, il tipo di transazione più comune, il fondo di private equity ottiene una parte dei fondi per finanziare l'acquisizione di una azienda target attraverso un veicolo creato ad hoc per l'operazione (uno "special purpose vehicle" o SPV). Una volta conclusa l'acquisizione, l'SPV viene poi fuso nell'azienda target, che si assume l'onere di servire con i propri flussi di cassa il debito contratto dalla SPV nell'operazione, con il pagamento dei relativi interessi. Nelle transazioni di leveraged buyout, la leva finanziaria applicata all'operazione (il debito assunto dall'azienda target) ha un effetto significativo sul rendimento del fondo. L'attività di LBO tende ad aumentare nei periodi in cui i prestiti si possono ottenere a tassi di interesse favorevoli, e per aziende che hanno flussi di cassa stabili e consistenti,

tali da poter dare garanzie di solvibilità nel pagamento degli interessi. Le operazioni di buyout di solito comportano dei cambiamenti significativi nella struttura di capitale dell'azienda acquisita, con l'emissione di nuovo debito prevalentemente nella forma di private debt (syndacated loans), high-yield, mezzanine (uno strumento ibrido che ha anche una equity componente, di solito nella forma di warrants) e in alcuni casi nuovo capitale azionario. Nel 2017 a livello globale, vi sono state diverse "mega" transazioni in eccesso di 10 miliardi di dollari, con società di gestione come KKR, Blackstone and TPG tra le più attive in questo settore. La gran parte delle operazioni, comunque, riguarda le aziende di medie dimensioni ("middle market"), con ricavi annuali compresi tra 10 e 250 milioni di dollari. Secondo le stime di Preqin, nel 2017 vi sono state 4,191 transazioni buyout con un controvalore totale (al prezzo di vendita) di 347 miliardi di dollari. I leveraged buyouts restano

il segmento principale, sia dal punto di vista del numero delle transazioni (1,741) che in termini di controvalore (160 miliardi di dollari). Secondo I dati di Preqin al giugno 2017, I fondi di buyout che hanno intrapreso l'attività nel periodo 2004-2014 hanno avuto un rendimento netto annualizzato mediano del 13%. La Tabella 2 mostra la performance dei fondi di buyout in base ai dati di Cambridge Associate al dicembre 2017 su base annualizzata rispetto all'indice globale MSCI EAFE netto calcolato su base PME (public market equivalent). Come per la stra-

tegia growth equity, ad eccezione del breve periodo, l'indice di strategia risulta avere una performance superiore rispetto all'indice di mercato di riferimento.

Altre strategie

Turnaround. Nel segmento turnaround, i fondi acquistano partecipazioni azionarie o debito da convertire in azioni in aziende in sofferenza, con l'aspettativa che l'azienda venga risanata e riesca di nuovo a generare utili per gli investitori. In questa strategia, il fattore critico di successo, oltre al

Tabella 2

Buyout - Fund Index Summary - Rendimento dei Fondi sull'orizzonte temporale di 1, 3, 5, 10 e 20 anni (annualizzato) confrontato con il rendimento dell'Indice MSCI EAFE (netto) modificato da CA su base Public Market Equivalent

Indice	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
CA Buyout	22,64	13,65	14,41	8,83	12,43
MSCI EAFE Netto	25,10	7,52	8,09	2,87	4,96

Fonte: Cambridge Associates, dati a dicembre 2017

conferimento di capitali, è la capacità del team di gestione di esercitare un piano di azione che possa riattivare l'azienda in crisi, mettendo in sicurezza il bilancio, e riattivando il potenziale di crescita economica. In Italia, AIFI ha individuato 10 transazioni di turnaround nel 2017 per un controvalore di 111 milioni di euro. Per quanto con volumi modesti rispetto al totale del mercato, questo segmento ha avuto un incremento del 68% rispetto al 2016 e del 14% rispetto ai massimi del 2014 in termini di valore delle transazioni.

Sustainable Responsible Investing (SRI). Secondo la definizione elaborata dal Forum per la Finanza Sostenibile, per "investimento sostenibile e responsabile" (SRI) s'intende una "strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso" (*AIFI e Forum per la Finanza Sostenibile,*

private equity Sostenibile: Una Guida per gli Operatori del Mercato Italiano, 2015). Queste strategie comprendono, tra l'altro, approcci che selezionano gli investimenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance (ESG = environmental, social and governance), o in base al loro "impatto" sociale ("impact investing") oltre che finanziario. A livello mondiale, secondo un sondaggio recente di Preqin, oltre un terzo dei gestori ha una strategia attiva di ESG o di altro tipo SRI, e un ulteriore 17% sta considerando la possibilità di aggiungere alla propria offerta di fondi di private equity. Il 28% dei gestori richiede dati ESG alle aziende di portafoglio. In Italia il mercato SRI è ancora piuttosto modesto, ma è in crescita, soprattutto sulla spinta della domanda da parte dei fondi pensione e delle società di assicurazione.

Secondaries. I fondi in questo segmento sono specializzati nell'acquistare investimenti di private equity da altri investitori sul mercato secondario anziché investire direttamente

nelle aziende target. Secondo Preqin, nel 2017 le transazioni secondarie di capital privato (private equity e private debt) hanno raggiunto un controvalore di 60 miliardi di dollari. Nel 2017, 30 fondi specializzati nei secondaries hanno raccolto nuovi capitali per 37 miliardi di dollari. In Italia, si è assistito ad un numero crescente di vendite sul mercato secondario da fondi di private equity a società costituite come SPAC. Gli investitori continuano a rivolgersi al mercato secondario per poter generare liquidità e per uscire dai fondi chiusi, con una percentuale significativa delle operazioni che coinvolgono fondi pensione e fondi di fondi.

Multi-strategy. I fondi multi-strategy investono in un'ampia gamma di strategie, settori e aziende a vari stadi di sviluppo, con lo scopo di massimizzare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio. Questi fondi richiedono di solito un team manageriale ampio, al quale ciascun gestore apporta la propria esperienza specializzata in uno dei segmenti strategici.

Il ciclo di vita di un fondo di private equity

I fondi di private equity solitamente hanno una durata contrattuale di 8-12 anni che comprende tre fasi distinte:

Fase di set-up. Questa fase va dall'istituzione del fondo come entità legale sino al momento del primo closing. In un ciclo tipico, gli investitori contribuiscono capitale per far fronte alle spese del fondo e alle commissioni di gestione (flussi di cassa e rendimenti negativi). Questa fase comprende la nomina della SGR che gestisce il fondo, la preparazione dei documenti operativi del fondo, l'apertura di eventuali linee di credito bancario, e la raccolta di capitale. Gli investitori di un fondo di private equity sottoscrivono le proprie quote con la firma di una scheda contrattuale di sottoscrizione che stabilisce, tra l'altro, l'ammontare del capitale che ciascun investitore si impegna a contribuire su richiesta del gestore.

Fase di investimento. In questa fase, il gestore del fondo è impe-

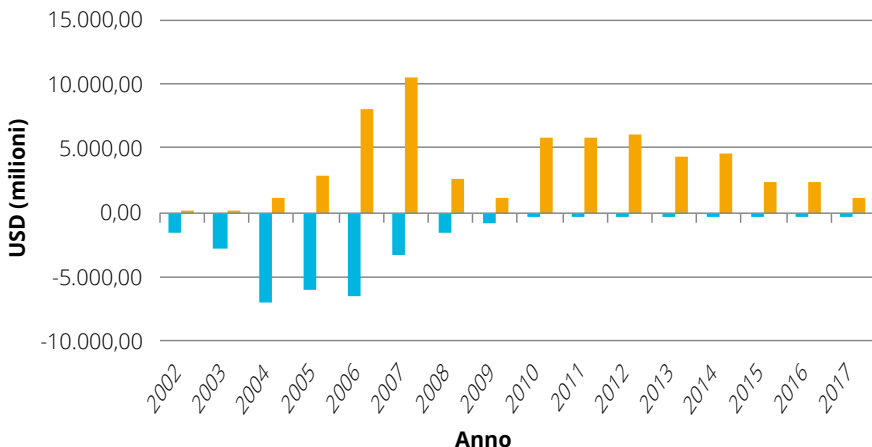
gnato nell'identificazione, selezione e negoziazione degli investimenti. Inizialmente, il fondo genera ancora flussi di cassa negativi per gli investitori, che devono rispondere alle "chiamate" del gestore per finanziare gli investimenti da effettuare e che devono ancora sostenere i flussi di cassa in uscita dal fondo per i compensi di gestione. Ad un certo punto, ci si aspetta che gli investitori comincino a registrare rendimenti positivi dovuti all'aumento di valore degli investimenti. Con il passare del tempo, e con il procedere del fondo nello stadio più avanzato della fase di investimento, ci si aspetta che anche i flussi di cassa divengano positivi per gli investitori, e che i rendimenti crescano ulteriormente. Il fondo comincia a liquidare alcune delle sue posizioni di investimento, e a distribuire agli investitori i proventi dalle dismissioni, che dovrebbero essere tali da più che compensare le necessità di cassa legate a spese, commissioni di gestione e ulteriori finanziamenti alle aziende di portafoglio. In questa fase, è fre-

quente il passaggio da un modello di management fee calcolato sulla base del committed capital ad un modello in cui il calcolo avviene sulla base del patrimonio effettivamente investito (patrimonio netto).

Fase di liquidazione. Nella fase di liquidazione, il fondo non fa più nuovi investimenti. In certe situazioni, il fondo può ancora continuare a finanziare le aziende di portafoglio (investment "add-on"). L'attenzione del gestore è rivolta a liquidare gli investimenti esistenti per generare plusvalenze. Le strategie di dismissione possono includere la quotazione in Borsa (IPO), vendite ad acquirenti strategici (ad esempio, una azienda in competizione nello stesso mercato, magari di maggiori dimensioni), vendita al gruppo imprenditoriale originario (management e soci originari della azienda), o vendita ad un acquirente finanziario sul mercato secondario, ad esempio, una SPAC o una transazione privata sponsor-to-sponsor in cui l'acquirente è un altro fondo di private equity. In alcuni casi, il gestore

Figura 7

Flussi di cassa in un campione di fondi globali buyout & growth equity, vintage 2002



■ Flussi in Entrata (LP) ■ Flussi in Uscita (LP)

Fonte: Cambridge Associates

del fondo si troverà a cancellare una quota azionaria aziendale dal proprio bilancio (“write off”) quando si ritiene che l’investimento non abbia più valore. In questa fase, ci si aspetta che il fondo generi flussi di cassa positivi per gli investitori, che ricevono i proventi dalla dismissione delle società di portafoglio. Le commissioni di gestione si basano tipicamente sul valore del patrimonio netto, e non più sul “committed capital”. La società di gestione può chiedere l’estensione della vita contrattuale del fondo, nel caso in cui la dismissione di tutte le partecipazioni non si riesca a completare nel limite temporale originariamente previsto. Estensioni di 2-3 anni sono piuttosto frequenti. Gli investitori di

solito hanno la possibilità di negoziare una riduzione, o anche l’eliminazione delle commissioni di gestione come condizione per acconsentire all’estensione.

La Figura 7 presenta l’andamento dei flussi di cassa in entrata e in uscita in un campione di fondi di buyout e growth equity che hanno iniziato l’attività 2002 (“vintage year”) selezionato da Cambridge Associates. Si può notare che i flussi in entrata nel fondo (capital calls) prevalgono inizialmente, e che intorno al quarto o quinto anno la dinamica si inverte, con flussi di cassa netti positivi per gli investitori.

L’abilità del gestore di identificare una strategia di exit dagli investimenti

adeguata, e la tempistica della dismissione rispetto al momento dell'investimento iniziale sono fattori critici nel calcolo del rendimento finale del fondo. La Figura 8 mostra le strategie di disinvestimento che si riscontrano nelle dismissioni effettuate da operatori di private equity in Italia nel 2017 in base ai dati AIFI. Il riacquisto delle quote azionarie da parte del management e degli azionisti originari dell'azienda si conferma come il tipo di "uscita" più frequente (62 transazioni, il 31% del totale), seguito dalla vendita ad acquirenti strategici (58 transazioni, il 29% del totale). Si registra anche un incremento delle operazioni sul mercato secondario, sia privato che attraverso la quotazione in Borsa (IPO) o l'acquisizione da parte di veicoli già in listino come le SPAC.

Performance dei fondi di private equity

La valutazione e il calcolo del rendimento dei fondi di private equity presenta delle complessità che sono legate principalmente alla natura irre-

golare dei flussi di cassa alla caratteristica di illiquidità degli investimenti. Una metrica importante per i fondi di private equity è il "Total Value to Paid In" (TVPI), calcolato come il rapporto tra: a) la somma dell'ammontare distribuito agli investitori e del valore degli investimenti di portafoglio (numeratore) e b) l'ammontare del capitale investito (deonominatore). Il TVPI si può calcolare sia rispetto ad un investimento singolo che al fondo nel complesso. Un valore maggiore di 1, indica che la somma delle distribuzioni e del valore degli investimenti di portafoglio al netto di eventuali passività è in eccesso del capitale investito, e che il fondo dunque è nel complesso in una posizione di plusvalenza. Viceversa, un valore inferiore ad 1 indica che il valore delle quote e del totale delle distribuzioni già effettuate è inferiore al valore del capitale investito, e che quindi il fondo ha nel complesso generato minusvalenze per gli investitori.

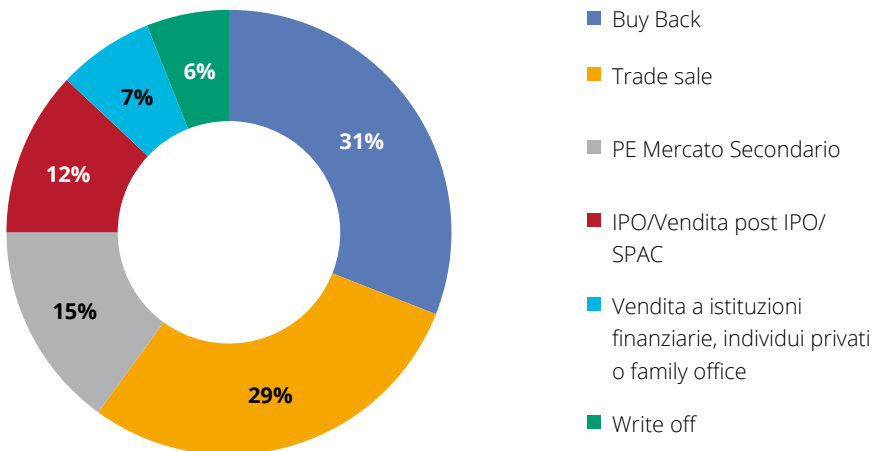
Il TVPI è importante per esaminare il valore aggiunto generato dal fondo

(compresa la componente non ancora realizzata che è incorporata nella valutazione a fair value degli investimenti ancora in portafoglio) alla data di valutazione del fondo. Un limite del TVPI è che non tiene conto della tempistica dei flussi di cassa dagli investitori. Ad esempio, un TVPI di 1.3 indica che, sulla base della valutazione degli

investimenti correnti, il fondo ha generato 30 centesimi per ogni euro investito, considerando l'ammontare totale dei contributi di cassa degli investitori sin dall'inizio del fondo. Non sappiamo però quando i contributi di cassa siano stati effettuati, quanto tempo ci sia voluto per generare i 30 centesimi di rendimento, e quale sia il

Figura 8

Fondi di private equity - Italia 2017 - Strategie di disinvestimento



Fonte: AIFI

tasso di rendimento su base annualizzata. Nei fondi di private equity, c'è da tener presente che il gestore ha effettivamente il controllo non solo sulla scelta degli investimenti, ma anche sulla tempistica dei flussi di cassa mediante il meccanismo delle capital calls: l'abilità nel gestire i flussi di cassa è una componente significativa della performance del gestore che non viene riflessa dal TVPI.

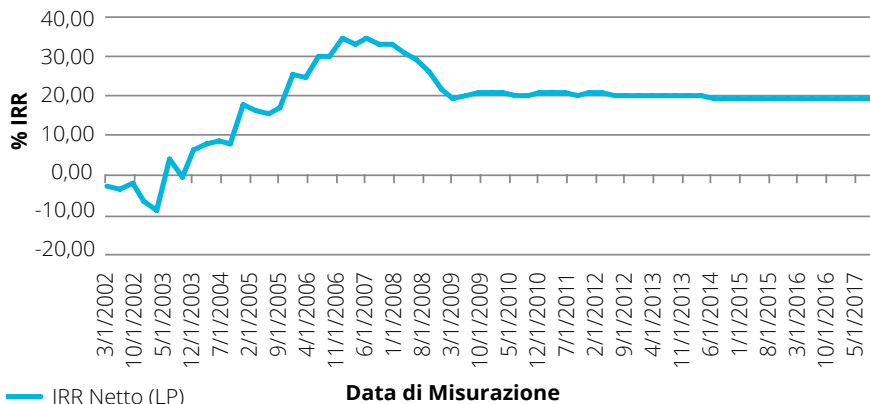
A fronte di questa limitazione del TVPI, i fondi di private equity sono soliti riportare anche il tasso interno di rendimento del fondo ("internal rate of return" o "IRR"), una metrica di tipo "money-weighted" che si calcola sulla base del periodo dall'inizio di attività del fondo sino alla data di misurazione, e che viene tipicamente presentata su base annualizzata. Ad esempio, un IRR annualizzato del 6% indica che un euro investito nel fondo ha generato un tasso di rendimento annualizzato del 6%. L'IRR può essere calcolato anche sulla base di un periodo più breve: IRR trimestrale o annuale presentato solitamente su un

orizzonte temporale di 1, 3, 5, 7, 10, 15 e 20 anni.

L'esempio nella Figura 9 presenta l'andamento dell'IRR durante il ciclo di vita di un campione globale di fondi di buyout e growth equity che hanno intrapreso l'attività nel 2002 dalla banca dati di Cambridge Associates. L'IRR declina inizialmente, e diviene eventualmente positivo verso la fine del secondo anno di vita (effetto "J Curve"). Richard Carson, Managing Director of Private Equity a Cambridge Associates osserva che "tipicamente, l'IRR dei fondi di private equity si assesta nel proprio quartile di rendimento intorno ai sei-otto anni, quando il profilo di rischio/rendimento del fondo si è stabilizzato. Nei primi sei-otto anni un fondo può attraversare diversi quartili di rendimento. È solo verso il settimo anno che l'IRR si stabilizza vicino al limite definitivo. Riguardo ai rendimenti target, la gran parte delle società di private equity hanno come obiettivo un IRR netto su base annualizzata direi di oltre il 15%. L'IRR target per molte società è significativamente

Figura 9

Profilo di benchmark IRR - Strategia globale di buyout & growth equity - Vintage 2002



— IRR Netto (LP)

Data di Misurazione

Fonte: Cambridge Associates

più alto dell'IRR netto medio annua-
lizzato del benchmark di campione di
Cambridge Associates, e dell'11% rile-
vato da Preqin su base globale, ma,
per la mia esperienza, riflette il target
dei fondi che aspirano ad entrare nel
quartile superiore rispetto all'univer-
so dei fondi di private equity" (*Anto-
nella Puca, "Private Equity Funds: Le-
verage and Performance Evaluation",
Enterprising Investor, CFA Institute,
July 2018*).

È stato osservato che uno dei motivi
per la crescita significativa del mer-
cato secondario per i fondi di private
equity è la possibilità per gli investitori
di entrare ad uno stadio più avanzato
della vita del fondo, in cui l'IRR abbia
già superato il minimo, e magari sia
già in territorio positivo, evitando il
citato effetto J Curve. Entrare quan-

do la fase di investimento è in pieno
svolgimento risulta spesso in un IRR
con un profilo più favorevole per l'in-
vestitore, anche nei casi in cui il TVPI
non cambia o magari è anche inferio-
re a quello che l'investitore avrebbe
potuto ottenere se fosse entrato nel
fondo sin dalla fase di set up.

Un altro fattore che può avere un im-
patto significativo sul profilo di IRR di
un fondo riguarda l'eventuale impie-
go di leva finanziaria con l'utilizzo di
una linea di credito bancaria aperta
a favore del fondo e collateralizzata
dagli impegni di sottoscrizione degli
investitori ("subscription line of credit"
o "linea di credito di sottoscrizione"),
un tipo di finanziamento che sta di-
ventando sempre più frequente tra i
fondi internazionali. Le linee di credi-
to sono state usate tradizionalmente
dai fondi di private equity come una

sorta di finanziamento ponte di breve termine per facilitare i processi di pagamento delle spese del fondo e per migliorare l'efficienza del processo di richiamo dei contributi sottoscritti dagli investitori. Recentemente, le linee di credito si sono evolute ben oltre la finalità di breve periodo, per servire da strumento di gestione attiva per controllare i flussi di cassa del fondo e per finanziare investimenti in aziende di portafoglio, con termini di pagamento che si estendono ben oltre 90 giorni. In alcuni casi, le linee di credito vengono usate con l'intento specifico di migliorare il profilo di IRR del fondo, con il risultato di facilitare il raggiungimento della "hurdle rate" necessaria affinché il gestore del fondo possa aver diritto al carried interest.

La Tabella 3 mostra un esempio di come una linea di credito di sottoscrizione possa avere impatto sull'IRR di un fondo, elaborato sulla base di un modello dell'Institutional Limited Partners Association. La Situazione 1 presenta il caso in cui non venga utilizzata la linea di credito. Il gestore

del fondo richiama 100 unità di cassa dagli investitori nell'Anno 1, paga una commissione di gestione del 2% per ciascuno dei 6 anni di vita del fondo, realizza un valore di 162 alla fine del sesto anno, e genera un IRR annualizzato del 6.62% per il fondo. Il TVPI in questo caso è 1.45x, calcolato come il valore realizzato di 162 diviso 112, la somma dei flussi di cassa in uscita a carico degli investitori. La Situazione 2 presenta un caso in cui vi è una linea di credito con un termine di un anno, ad un interesse del 4% all'anno. In questo caso, c'è un miglioramento nell'IRR dato che ora gli investitori devono contribuire 100 soltanto al termine del primo anno, anziché sin dall'inizio della vita del fondo, ma il TVPI è inferiore dell'ammontare della spesa per interessi. Analogamente, nella Situazione 3, l'IRR cresce ancora mentre il TVPI decresce. L'effetto IRR/TVPI per gli investitori viene amplificato dall'effetto della linea di credito sulle spese nella forma di carried interest a favore del gestore del fondo. Con il presupposto di una hurd-

Tabella 3**Effetto di linea di credito su IRR e TVPI - Esempio**

Data	Transazione	Situazione 1: flussi di cassa senza linea di credito	Situazione 2: flussi di cassa con linea di credito di un anno	Situazione 3: flussi di cassa con linea di credito di due anni
01/01/2012	Investimento	-100		
01/01/2012	Management fee	-2	-2	-2
01/01/2013	Investimento		-100	
01/01/2013	Management fee	-2	-2	-2
01/01/2013	Interesse		-4	-4
01/01/2014	Investimento			-100
01/01/2014	Management fee	-2	-2	-2
01/01/2014	Interesse			-4
01/01/2015	Management fee	-2	-2	-2
01/01/2016	Management fee	-2	-2	-2
01/01/2017	Management fee	-2	-2	-2
31/12/2017	Realizzo	162	162	162
	IRR	6,62%	7,11%	7,80%
	TVPI	1,45	1,40	1,35

Fonte: ILPA con modifiche. Note: interesse 4% all'anno; management fee 2% all'anno

le rate (rendimento preferenziale) al 7%, il gestore non riceverà alcun compenso legato alla performance nella Situazione 1, in cui la linea di credito

non è presente. Invece, riceverà una componente carried interest nella Situazione 2 e nella Situazione 3, in cui l'IRR è superiore al 7% a causa dell'ef-

fetto della linea di credito, anche se il TVPI quale indicatore del valore in ammontare monetario effettivamente ricevuto dagli investitori è inferiore al TVPI nella Situazione 1.

Analogamente alle strategie che si concentrano sul mercato secondario, le linee di credito di sottoscrizione danno il vantaggio agli investitori di poter migliorare in maniera significativa il profilo di IRR del fondo, e di consentire investimenti di private equity senza dover attraversare un periodo, a volte di diversi anni, di rendimenti e flussi di cassa negativi (l'effetto "J curve" che si può rilevare anche nella Figura 9). L'esistenza di linee di credito di sottoscrizione di lungo periodo deve essere tenuta presente per l'effetto che può avere sulla comparabilità dei rendimenti tra fondi che hanno diversi livelli di leva. Gli investitori istituzionali in particolare, sempre più di frequente richiedono resoconti che isolino in qualche modo l'effetto della linea di credito e che rendano possibile distinguere la componente

del rendimento da attribuire alla leva finanziaria rispetto alla gestione attiva di investimento del fondo, o che consentano all'investitore di ricalcolare l'IRR indipendentemente, avendo accesso all'elenco completo dei flussi di cassa esterni del fondo.

I fondi di private equity presentano speciali caratteristiche anche dal punto di vista della selezione e del confronto con un indice di riferimento (benchmark). Gli investitori, specie quelli istituzionali, possono aver l'esigenza di confrontare il rendimento del fondo con il rendimento di un indice dei listini azionari quale alternativa di investimento. Il rendimento degli indici azionari pubblici viene calcolato tenendo conto che l'investimento avviene in un unico momento, all'inizio del periodo di misurazione. I flussi di cassa dei fondi di private equity, invece, sono irregolari e si dispiegano su vari periodi, il che crea delle complessità nel confronto con gli indici di mercato, tali da richiedere delle modifiche alle formule di calcolo del benchmark per ottenere una

metrica di rendimento che sia “equivalente al mercato pubblico” (PME or “public market equivalent”). Un confronto tra fondi deve tener conto anche dell’anno in cui il fondo ha iniziato l’attività di investimento o effettuato la prima “chiamata” di capitale dagli investitori (il cosiddetto “vintage year”). Il vintage year rappresenta una delle variabili critiche nell’influencare la performance di un fondo, essendo l’attività di investimento/disinvestimento influenzata dalla fase del ciclo economico in cui il fondo opera. Una strategia per mitigare questo fattore di rischio per l’investitore è quella di stabilire una strategia di investimento che impieghi il capitale su diversi vintage, in modo da diversificare gli investimenti su tutto il ciclo economico. Un altro tipo di benchmark cui si fa spesso riferimento nell’ambito del private equity è quello offerto da fondi con simili caratteristiche in termini di vintage year e strategia d’investimento (il cosiddetto “peer group”). La Figura 9 che abbiamo analizzato in precedenza è un esempio di un ben-

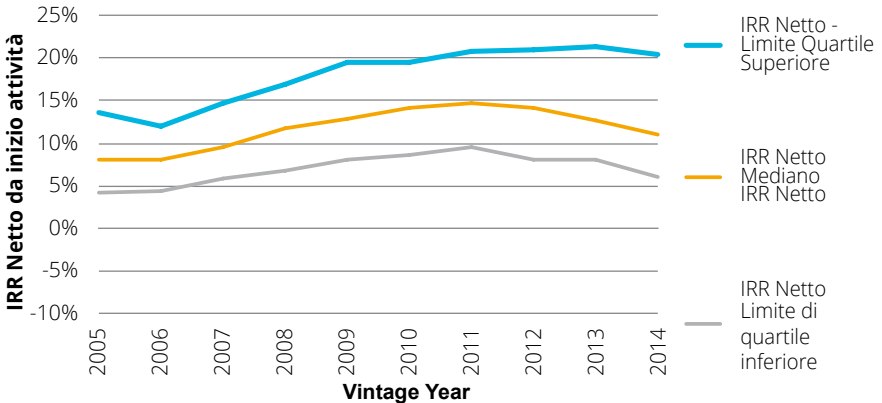
chmark di “peer group” costruito da Cambridge Associate per la strategia di buyout e growth equity con vintage year 2002.

Nel complesso, rileva Carson, per valutare la performance di un fondi di private equity è fondamentale considerare simultaneamente tutte le varie metriche che abbiamo presentato: IRR, indici di riferimento PME, e multipli del capitale come il TVPI. Secondo Carson “queste metriche ci danno diverse prospettive sulla capacità della società di gestione di generare rendimenti, ed è necessario confrontale per avere una comprensione adeguata della strategia e dei risultati del fondo.”

Dal punto di vista dei rendimenti storici, secondo le stime di Preqin il valore mediano del rendimento netto annualizzato dei fondi di private equity che hanno intrapreso l’attività nel periodo 2005-2014 è stato tra l’8% (2005, 2006) e il 15% (2011), mentre i fondi nel quartile più alto hanno generato un rendimento annualizzato netto per vintage year tra il 12%

Figura 10

Fondi di private equity - IRR netti e limite di quartile (peer group) in base al vintage year



Fonte: Preqin, dati giugno 2017

(2006) e il 21% (2011, 2012, 2013, 2014) [Figura 10].

Rischio

Gli investimenti nel private equity hanno tipicamente un alto rischio di illiquidità per l'impegno di lungo termine che è caratteristico di questo genere di investimenti, e per la loro tipica struttura in un fondo chiuso.

I fondi di private equity investono in titoli che presentano di solito significative complessità nella valutazione. I fondi che devono preparare un resoconto periodico in base ai principi contabili internazionali (IFRS) o agli U.S. Generally Accepted Account Principles (U.S. GAAP), hanno l'obbligo di valutare i loro investimenti a "fair value", definito come il prezzo che si può ricevere nel vendere un'attività o pagato per trasferire un passività in una

transazione ordinata tra operatori attivi sul mercato alla data della misurazione (si veda il *Working Draft della AICPA Accounting and Valuation Guide, "Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equities Funds and Other Investment Companies"*, attualmente in fase di revisione). Il "fair value" è anche il criterio fondamentale da applicare secondo i principi guida per la valutazione degli investimenti dell'IPEV Board, che rappresentano uno standard nel settore del private equity (*una nuova versione delle IPEV Valuation*). La valutazione degli investimenti di private equity a fair value spesso si basa su dati di stima che non sono osservabili sul mercato, e su modelli elaborati dalla società di gestione del fondo. Il tasso interno di rendimento di un fondo dipende in maniera signi-

ficantiva dalla valutazione degli investimenti alla data di misurazione, che a sua volta dipende dalle stime della società di gestione. In tale contesto è quindi molto importante l'attività di revisione di bilancio indipendente che un fondo deve ricevere almeno una volta all'anno.

Nel caso dei fondi di investimento chiusi di diritto italiano gestiti da una SGR, il Regolamento della Banca d'Italia dà delle specifiche indicazioni sui criteri di valutazione degli investimenti, che non necessariamente coincidono con i principi del fair value. Il Regolamento della Banca d'Italia distingue tra interessi nelle aziende quotate (al valore di mercato), e interessi in aziende private, in cui il costo di acquisto è il fattore portante della valutazione. Le SGR hanno l'obbligo di stabilire il proprio regolamento interno per la valutazione in base al Regolamento della Banca d'Italia e di comunicarlo alla banca di custodia, che ne verifica l'applicazione nel calcolo del valore del patrimonio netto del fondo. In questo contesto, una SGR si

troverà solitamente nella posizione di dover calcolare due valori per il fondo, il valore "ufficiale" sulla base del Regolamento della Banca di Italia, ed un valore che si basa sui principi del fair value descritti dall'IPEV Board.

La trasparenza delle spese e commissioni di gestione di un fondo, compresi i compensi a favore del gestore o di società affiliate che vengono caricati al livello delle aziende di portafoglio, è un altro fattore critico nella scelta di un gestore e di un fondo di private equity in cui investire. Il livello di trasparenza dipende in ampia misura dalle preferenze e cultura operativa della società di gestione, e varia in maniera significativa a seconda del gestore. In un fondo di private equity, può essere difficile riuscire ad avere un quadro accurato e completo delle spese del fondo e delle transazioni tra parti collegate ai vari livelli di struttura degli investimenti e per un singolo investimento. Gli investitori possono fare domande che aiutano ad avere informazioni e chiarezza sul regime di spesa, in particolare per le spese

che vengono sostenute per conto di diversi fondi, ed in seguito attribuite in base a quote stabilite dal gestore (per esempio, spese per investimenti che non vanno a termine o certe spese di ricerca).

Va anche considerato il rischio legato alla leva finanziaria. I fondi di private equity hanno a disposizione una varietà di sistemi di leva finanziaria per incrementare il loro rendimento. Oltre alle linee di credito di sottoscrizione che abbiamo già descritto, un fondo può ottenere finanziamenti garantiti dalle proprie partecipazioni aziendali, sia al livello del fondo che indirettamente al livello delle aziende acquisite. Un fondo può fare da garante per obbligazioni emesse dalle aziende di portafoglio ed assumere obbligazioni contrattuali secondarie che possono essere difficili da identificare, specialmente se la partecipazione aziendale viene costruita attraverso una struttura legale che coinvolge molteplici entità su vari livelli. Le operazioni LBO tipicamente richiedono un ammontare signifi-

ficativo di leva finanziaria a livello dell'azienda target, che influisce sul valore della partecipazione azionaria del fondo. L'utilizzo della leva finanziaria amplifica i rendimenti del fondo in entrambi i sensi (plusvalenze e minusvalenze) ed esercita un effetto negativo sull'IRR del fondo in caso di performance negativa degli investimenti, in modo più che proporzionale rispetto alla situazione in cui l'investimento fosse stato finanziato con il capitale sottoscritto.

Riguardo alle sottoscrizioni, esiste un rischio di default da parte dell'investitore individuale che va considerato come un aspetto del profilo di rischio complessivo del fondo. Gli investitori nei fondi di private equity possono ricevere una chiamata a contribuire un sostanziale ammontare di capitale in tempi stretti, e devono essere in grado di gestire queste richieste e la relativa tempistica con un efficiente sistema di tesoreria.

Secondo Raffaele Cicala, managing director di RC & IP Development, LLC e senior advisor di fondi di priva-

te equity, “in un contesto globale in cui la liquidità disponibile per i fondi di private equity è enorme ed è aumentata fortemente negli ultimi anni, uno degli aspetti più impegnativi dal punto di vista del gestore del fondo è la capacità di costruire operazioni di qualità e di rendimento in linea con le attese. Una grande disponibilità di liquidità tende a creare una situazione di rarità di transazioni il cui business case si riveli solido ed attuabile o situazioni di overpricing (valutazioni eccessive dell’asset in fase di due diligence) che hanno un impatto significativo sul successo della strategia della società di gestione e sui rendimenti per gli investitori. Due soluzioni tipiche per il gestore nell’ovviare a questi rischi sono:

- la disponibilità di una struttura operativa e di governance adeguata non appena individuato il target, per assicurare una maggiore pertinenza di valutazione del business e la capacità di accrescerne il valore.

- la giusta preparazione dell’exit già al momento del deal, in particolare la disponibilità del network o delle competenze per assicurare una exit via un investitore strategico o finanziario.

Entrambi questi aspetti devono essere affrontati per il successo della strategia di gestione. Ad esempio, una SPAC, pur avendo una exit potenziale chiara nella quotazione, può essere soggetta a rischi strategici se non nasce sulla base di target di acquisizione identificati. Analogamente, un fondo globale con grande network e competenze per assicurarsi una exit può facilmente chiudere l’operazione con una offerta di prezzo eccessiva in assenza della necessaria pertinenza di valutazione supportata dalla disponibilità manageriale operativa.”

Conclusion

Il private equity rappresenta una delle aree più dinamiche nel mercato della gestione di patrimonio, e che può offrire ampie opportunità di crescita del capitale e di valore aggiunto

per gli investitori. Se concepito in maniera adeguata, un investimento di private equity può apportare benefici a tutte le parti coinvolte nell'operazione: gli investitori e la società di gestione in termini di rendimenti finanziari, le aziende target per i finanziamenti ricevuti per la crescita o la ristrutturazione e per l'apporto di esperienza da parte del team della società di gestione nell'accedere a nuovi mercati, nel sostegno per lo sviluppo della produzione, e nel trovare soci per la successione aziendale o per aumentare le dimensioni dell'azienda.

Gli investimenti di private equity sono investimenti di medio-lungo termine che presentano rischi significativi dal punto di vista della liquidità, valutazione delle partecipazioni nelle aziende di portafoglio, trasparenza, potenziali conflitti di interesse e perdita di capitale, ma che hanno anche un alto potenziale di rendimento.

È importante per gli investitori avera trasparenza sulle spese e commissioni di gestione, e su eventuali operazioni che avvengono o possono

avvenire tra il gestore (e le società affiliate) e le aziende di portafoglio. Un esame del rendimento del fondo deve considerare le procedure di calcolo del tasso interno di rendimento, e l'effetto sul rendimento di eventuali forme di leva finanziaria. Per fondi che vengono confrontati con un benchmark di tipo PME, è importante tener conto della metodologia di costruzione del benchmark e delle premesse di calcolo del gestore. Un processo di due diligence attento ed efficace può aiutare ad identificare i rischi e le opportunità di investimento, ma data la natura complessa delle transazioni di private equity, l'investitore entro certa misura sarà comunque legato alla società di gestione da un rapporto fiduciario.

Da questo punto di vista, i promotori e consulenti finanziari hanno un ruolo critico nell'indirizzare con competenza le decisioni degli investitori in base agli obiettivi, vincoli e tolleranza al rischio individuali, ricercando soluzioni in cui l'allineamento di interessi sia il più elevato possibile.

SCHEMA

PROCEDURA DI INVESTIMENTO IN UN BUYOUT

A cura di Ubaldo Messia, Studio Legale Chiomenti

La procedura d'investimento nel contesto di un'operazione di buyout si distingue nelle seguenti fasi principali (si veda anche AIFI, "Guida M&A", 2012):

1. Identificazione target e programmazione strategica

Questa fase ha per scopo la definizione degli obiettivi, risorse e tempistica dell'acquisizione, e l'identificazione dell'azienda target. Il gestore del fondo può far riferimento a consulenti esterni nell'attività di "scouting" di aziende target, o contare sulla propria esperienza e network, e sul proprio team di analisti per l'identificazione.

2. Accordi di Riservatezza (Non Disclosure Agreements or NDA)

Una volta identificata la target e preso contatto con i potenziali venditori viene predisposto sin dalle prime fasi un accordo di riservatezza o Non-Disclosure Agreement (NDA).

Si tratta di un contratto volto ad assicurare che tutte le informazioni scambiate tra le parti durante la negoziazione rimangano confidenziali. L'NDA è tipicamente firmato tra il venditore e l'acquirente, ma può essere chiesto che venga firmato anche dagli advisor che assistono le parti.

3. Letter of Intent o Term Sheet

A seguito della firma del NDA, dello scambio di prime informazioni circa la target (risultati finanziari, analisi di mercato, struttura del capitale) e di un preliminare esercizio di valutazione, i potenziali acquirenti predispongono una LOI

(Letter of Intent o Term Sheet) che è il documento con il quale entrambe le parti (potenziale acquirente e potenziale venditore) manifestano la volontà di portare avanti la negoziazione e fissano i termini principali dell'operazione. La LOI contiene le principali pattuizioni raggiunte tra le parti che verranno poi riprodotte a livello di dettaglio nel Sales and Purchase Agreement (SPA) e si considererà vincolante o meno a seconda della scelta fatta dalle parti.

In alternativa alla LOI si predispose un documento più breve, il c.d. Term Sheet, volto a puntualizzare la struttura che le parti intendono dare allo SPA.

In entrambi i casi, è ideale per l'acquirente riuscire ad ottenere l'inserimento di una clausola di esclusiva, che permette di procedere alla negoziazione e alla successiva fase di due diligence escludendo il rischio di offerte concorrenti.

4. Due Diligence

La due diligence è una procedura volta a investigare e valutare il contenuto di una società e i potenziali rischi dell'investimento al fine di raffinare e perfezionare la valutazione e orientare di conseguenza la negoziazione con le relative tutele contrattuali.

L'oggetto, lo scopo e le modalità della due diligence sono variabili, e si possono distinguere come segue:

Con riferimento all'oggetto della due diligence:

- Due diligence finanziaria: volta a verificare l'accuratezza delle risultanze del bilancio, i dati finanziari ed economici della società target

- DD legale: volta ad individuare le informazioni e le criticità relative agli assets, contratti, rischi e responsabilità della Target sotto il profilo legale
- DD fiscale: volta ad identificare le tematiche e le possibili responsabilità fiscali della Target
- DD strategica: volta ad identificare le forze e debolezza delle operazioni straordinarie intraprese o da intraprendere con riferimento alla Target
- DD ambientale: volta ad individuare eventuali criticità legate all'inquinamento dei luoghi presso i quali si svolge l'attività di target.

Con riferimento al momento in cui si rende necessaria la due diligence

- Pre-acquisition DD, quando viene condotta prima della acquisizione della Target
- Post-acquisition DD, quando viene condotta dopo la realizzazione dell'investimento tramite l'acquisizione della Target, ed è volta ad individuare le eventuali discrepanze rispetto a quanto prospettato durante la negoziazione al fine di procedere ad aggiustamenti del prezzo pattuito

Con riferimento al livello di dettaglio della due diligence

- "Full DD": indagine completa avente ad oggetto tutti gli aspetti della target
- "Limited DD": indagine limitata ad aree specifiche
- "Red flag DD", indagine limitata ad individuare i principali problemi che possano compromettere la realizzazione dell'operazione o incidere significativamente sul prezzo.

Durante e contemporaneamente alla fase di DD, le parti procedono con la negoziazione e redazione dello SPA (Sales and Purchase Agreement). Lo SPA è il contratto con il quale si realizza la vendita (delle azioni o del business)

della target e contiene in dettaglio i termini legali ed economici dell'accordo. In aggiunta allo SPA, non è raro che le parti negozino anche accordi "ancillari", quali patti parasociali (nel caso di acquisto di quote non totalitarie della società), volti a regolare materie quali diritti di voto e management della Target, o Transition Services Agreements.

Di particolare importanza è la negoziazione delle "conditions precedent", le clausole che condizionano la realizzazione (di tutta o parte) dell'operazione al raggiungimento di determinati obiettivi. Le condizioni che comunemente si includono nelle operazioni di M&A in Italia riguardano il raggiungimento di risultati finanziari della target, l'ottenimento di autorizzazioni anti-trust e l'assenza di "material adverse changes" nei casi di signing e closing differiti.

Il closing rappresenta la fine del processo di negoziazione, e implica l'ottenimento dei consensi e documenti, e il verificarsi delle condizioni necessarie a dare efficacia all'operazione.

È di primaria importanza quindi evidenziare l'importanza della verifica in sede di DD degli accordi con i sindacati, dei CCNL, così come l'impatto della disciplina italiana a tutela dei lavoratori sia sul prezzo che sui tempi dell'operazione di investimento. Riguardo agli indennizzi, in Italia si prediligono l'escrow agreement o fideiussioni bancarie a prima richiesta.

È importante tenere a mente che ai sensi della legge italiana, le parti hanno un obbligo di negoziare in buona fede che consiste nell'obbligo di lealtà, buona fede e diligenza nei confronti della controparte già nella fase preliminare della negoziazione. In caso di violazione dell'obbligo di buona fede nella negoziazione o nell'esecuzione del contratto, la parte danneggiata può chiedere di essere risarcita dei danni subiti in conseguenza di tale violazione.

I vantaggi di una strategia alternativa Long/Short

a cura di Léopold Arminjon,

Lead Portfolio Manager Lazard European Alternative Fund

LAZARD
FUND MANAGERS

Il 2019 sarà probabilmente caratterizzato dal perdurare della situazione di mercati volatili e da uno scenario macroeconomico e geopolitico incerto, evoluzione che potrebbe portare nuove sfide per gli investitori attivi nei mercati azionari. In tale contesto, potrebbe aumentare la domanda per strategie che consentano di diversificare il rischio di portafoglio e di minimizzare i drawdown, in particolare sulla base della riduzione attesa dei rendimenti futuri derivanti dai titoli azionari, a seguito dell'inasprimento della situazione finanziaria globale dopo un periodo di stimoli senza precedenti da parte delle banche centrali.

Con l'evolversi di questo scenario di mercato, le strategie alternative liquide potrebbero rivestire un ruolo importante nei portafogli, poiché in grado di capitalizzare le maggiori volatilità e dispersione dei rendimenti, offrendo, in ultima analisi, una fonte differenziata di generazione di alpha con rischio di mercato minimo, ed un profilo di volatilità più contenuto rispetto a quello dei risky asset in generale.

Le strategie azionarie long/short sono interessanti ai fini della mitigazione del rischio, in quanto offrono agli investitori un flusso di rendimenti attesi non correlato alle asset class tradizionali. Queste caratteristiche consentono ai gestori una maggiore flessibilità, in termini di espressione dei propri giudizi d'investimento rispetto a quelli long-only, e di applicazione dei segnali raccolti attraverso l'analisi fondamentale di una maggiore varietà di opportunità, sia long che, soprattutto, short.

La possibilità di vendere titoli allo scoperto non offre solo fonti aggiuntive di alpha, ma aiuta anche a ridurre o limitare il beta, quindi l'esposizione complessiva al mercato. In questo modo, si attenua la volatilità dei rendimenti rispetto ai fondi long-only e si sostiene la diversificazione a livello di portafoglio. Inoltre, la capacità di ridurre in modo dinamico l'esposizione al mercato azionario e il flusso aggiuntivo di rendimenti sono spesso correlati solo moderatamente ad azioni ed obbligazioni. Queste caratteristiche rendono le strategie azionarie long/short un'allocazione centrale all'interno di un portafoglio, e rappresentano un solido complemento a quelle esistenti.

Nella valutazione di una strategia long/short, crediamo che gli investitori dovrebbero valutare attentamente la sua esposizione lorda (ossia il livello assoluto degli investimenti, sia long sia short) e quella netta (ossia esposizione long meno esposizione short). Insieme, questi parametri forniscono un'indicazione dell'esposizione complessiva della strategia al mercato. Livelli elevati di entrambi indicano generalmente un maggiore rischio complessivo.

La possibilità di vendere titoli allo scoperto è chiaramente fondamentale per un gestore long/short, così come quella di investire in derivati, opzioni e altri strumenti non tradizionali.

Un altro fattore che gli investitori dovrebbero considerare, è l'eterogeneità dei gestori azionari long/short, che adottando approcci differenti, influenzano non solo lo stile di gestione ma anche la performance delle strategie. Ciascun team di gestione potrebbe infatti avere un background diverso, avendo maturato precedenti esperienze sia in ambito hedge fund che nelle strategie tradizionali.

Il team azionario europeo long/short di Lazard Asset Management vanta una vasta esperienza nella ricerca fondamentale, e bottom-up. Léopold Arminjon, Lead Portfolio Manager del Lazard European Alternative Fund, vanta un'ampia esperienza quale analista in ambito azionario europeo e gestisce portafogli azionari long/short da quasi dieci anni. Il team ha maturato una vasta esperienza in molteplici strumenti finanziari, una solida disciplina di gestione del rischio e le capacità di analisi necessarie a riconoscere i driver della redditività di una società e ad aggiungere valore sia sul lato long che su quello short, individuando i "mispriced asset". Il team si appoggia anche alla piattaforma di ricerca globale di Lazard, includendo un'ampia varietà di fattori che potrebbero avere ripercussioni sulla redditività di una società come, a titolo esemplificativo, le considerazioni relative ai criteri ambientali, sociali e di corporate governance (ESG). Sebbene il team azionario europeo long/short di Lazard effettui decisioni di investimento indipendenti, esso opera rigorosamente all'interno della struttura di gestione del rischio globale della società e fa leva sulle risorse di investimento ESG e sulla piattaforma di ricerca globale della stessa.

La strategia Lazard European Alternative mira a realizzare rendimenti in linea con il mercato azionario nell'arco di un intero ciclo di mercato, conservando al contempo il capitale anche nelle fasi di mercato più difficili grazie all'utilizzo di future per gestire l'esposizione al mercato nel suo complesso. Léopold Arminjon ed il suo team considerano ciascuna posizione come un centro di profitto a sé stante, ritenendo che la selezione titoli consenta di realizzare una sovraperformance maggiore rispetto al mercato, anche in condizioni di esposizione netta contenuta. La strategia intende generare rendimenti robusti investendo in un numero limitato di idee ad alta convinzione attraverso posizioni long e short liquide, senza focalizzarsi sulla previsione della direzionalità del mercato. A livello storico, l'esposizione media lorda e netta è stata conservativa rispetto a quella del peer group tradizionale (attestatasi rispettivamente al 120% e 20%), il che posiziona la strategia in posizione ideale per approfittare di mercati privi di una direzione specifica e con picchi di volatilità.

Ciò che rende estremamente interessante un approccio long/short è la possibilità da parte del team di aggiungere valore nelle fasi discendenti del mercato azionario e di utilizzare i future per contenere l'esposizione nelle fasi di aumento della volatilità. Tali caratteristiche saranno sempre più importanti nel corso del 2019, in quanto gli investitori valuteranno le prospettive del mercato azionario alla luce dello scenario di price-earning ratio storicamente elevati, dei margini societari in calo (e dell'effetto correlato sugli utili), dell'inasprimento della politica monetaria globale e di una crescita economica disomogenea.

In realtà, stiamo già assistendo ad una variazione significativa della performance all'interno della categoria dei liquide alternative, tendenza che è destinata ad aumentare ulteriormente nel corso del 2019, rendendo l'abilità del gestore un elemento ancora più importante per gli investitori.

CAPITOLO 3

REAL ESTATE: LA PROTEZIONE CONTRO L'INFLAZIONE

di M. Puzzonja

Introduzione alla ciclicità del mercato immobiliare ed approfondimento sull'ultimo decennio

Da Malthus a Marx, da Keynes a Schumpeter, la macroeconomia ha permesso la concettualizzazione di diverse teorie del ciclo economico; tale ciclicità è dovuta all'alternanza di fasi, caratterizzate da una diversa intensità dell'attività economica. Il principale indicatore del ciclo era originariamente il livello dei prezzi, sostituito successivamente dalla variazione del PIL, tuttora impiegata.

Se per ciclo si intende il ripetersi nel tempo di un fenomeno che oscilla tra un minimo ed un massimo, il mercato dell'immobiliare, per effetto di diverse variabili (come livello dei prezzi, tassi di interesse, occupazione, propensione al risparmio, etc.), varia nella medesima maniera tra quattro principali fasi:

- Ripresa
- Espansione
- Rallentamento
- Contrazione

I cicli del mercato immobiliare italiano

Anche il mercato immobiliare italiano non è sfuggito a questa logica: queste stesse tendenze possono essere facilmente riscontrate in tutti e quattro i cicli che hanno caratterizzato il mercato immobiliare italiano dal 1968 ad oggi.

Questi cicli si alternano a loro volta, formando un continuo ripetersi sequenziale nel quale, alla fine della fase di contrazione, si connette l'inizio della fase di ripresa, per formare un modello del mercato ad onda continua.

In linea di principio, si può quindi affermare che anche il mercato del mattone è stato caratterizzato da periodi in cui i prezzi salgono, fasi di stabilità e momenti di discesa; nelle fasi ascendenti di un ciclo c'è un eccesso di domanda con prezzi che sostanzialmente puntano a salire, mentre nelle fasi discendenti l'eccesso di offerta tende a spingere i prez-

Figura 1

Rappresentazione di un singolo ciclo del mercato immobiliare

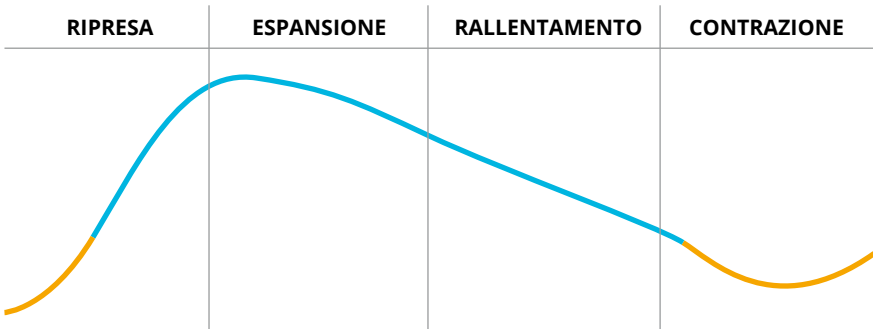
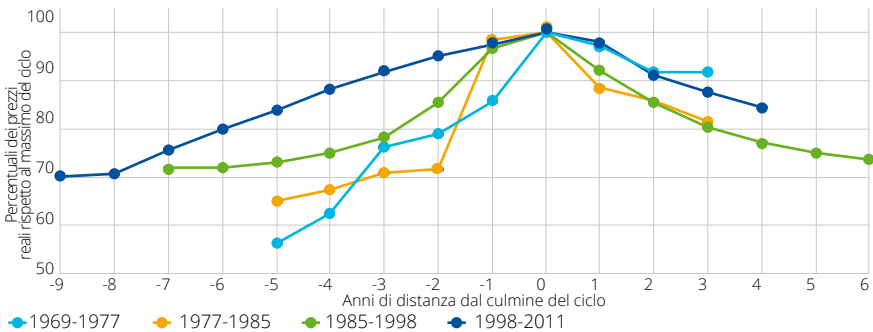


Figura 2

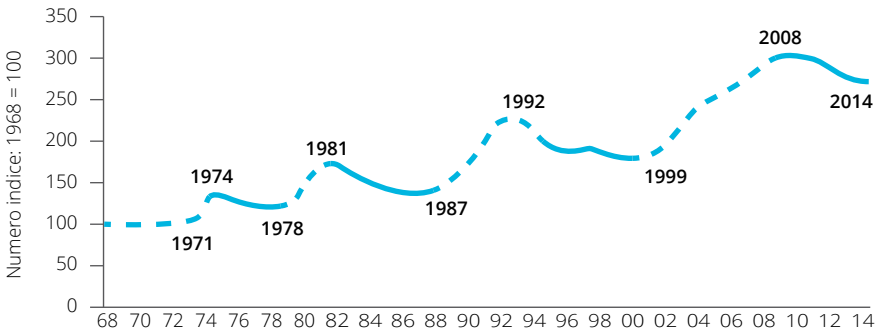
I quattro cicli immobiliari italiani



Fonte: Banca dati Scenari Immobiliari

zi verso il basso. La tipicità di questi movimenti, però, sta nel fatto che avvengono su orizzonti temporali piuttosto consistenti che si aggirano mediamente tra i 5 e i 15 anni. Ogni tipologia di immobile (es. commerciale o residenziale) ed ogni tipologia di investimento immobiliare (es. locazione o compravendita) ha poi le proprie ciclicità, così come ogni cit-

tà e quartiere; di solito i prezzi nelle grandi metropoli sono più dinamici e rapidi negli adeguamenti, mentre nei piccoli centri abitati sono più lenti anche per via del minor numero di compravendite. Vi è, quindi, una sorta di dilazione negli adeguamenti tra grandi e piccoli centri che può anche raggiungere i due anni di ampiezza. Cerchiamo adesso di fare un eser-

Figura 3**Prezzi reali di abitazioni: cicli di mercato 1968-2014**

Fonte: Elaborazioni Nomisma su dati Nomisma e Consulente Immobiliare (mercato Italiano)
 Numero indice: 1968 = 100

cizio di sintesi per offrire una panoramica generale di quanto accaduto al mattone in Italia, senza trascurare i necessari rimandi al mercato internazionale. Semplificando, il mercato immobiliare italiano ha continuato a crescere fino al 2006 grazie a due principali fattori: l'elevata disponibilità degli istituti di credito nella concessione di mutui e prestiti a tassi favorevoli; un aumento della domanda di alloggi di fascia medio-bassa anche per la presenza di rilevanti flussi migratori. In quell'anno, infatti, venne raggiunto il picco massimo di transazioni immobiliari, accompagnato da un notevole aumento generalizzato dei prezzi.

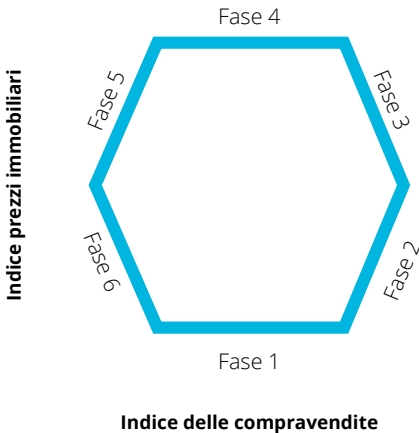
Per questo, nonostante il successivo calo delle compravendite, il trend positivo dei prezzi è continuato per diversi anni, per poi iniziare a scendere solo dal 2008 in poi. Questo perché, mediamente, l'andamento dei prezzi

reagisce con un ritardo di circa due anni rispetto a quello delle vendite.

Per avere evidenza di ciò, è sufficiente guardare ai dati raccolti dall'Agenzia del Territorio sull'intero mercato nazionale, i quali evidenziano, per il quinquennio 2007-2011, una fase del ciclo immobiliare caratterizzata da un deciso ridimensionamento delle compravendite residenziali in Italia (-31,2%), a fronte di una flessione dei prezzi delle abitazioni sensibilmente più contenuta nei primi anni, accentuatasi poi solo nell'ultimo periodo.

Nel comparto residenziale, ad esempio, in soli 7 anni si è passati dalle 808mila abitazioni compravendute (2007) alle 403mila (2013), quasi la metà. Mentre negli altri segmenti di mercato, il non residenziale, tra il 2008 e il 2013 il valore delle compravendite complessive è sceso del 50,9% per gli uffici, del 55,1% per il commerciale e del 50,6% per i capannoni industriali.

Figura 4 Il modello dell'esagono



Le fasi del modello:

- Fase 1:** prezzi stabili e aumento del numero di compravendite;
- Fase 2:** prezzi e transazioni in crescita;
- Fase 3:** i prezzi continuano a salire ma le compravendite rallentano;
- Fase 4:** i prezzi sono stabili e le transazioni in calo;
- Fase 5:** prezzi e transazioni in flessione;
- Fase 6:** i prezzi sono in calo ma le compravendite ricominciano a crescere;

Il grafico è ispirato alla teoria sulla ciclicità del settore immobiliare di Janssen, Kruijt e Needham del 1994 (nella versione originale era riferita al mercato olandese del periodo dal 1976 al 1989) ed è conosciuto anche come Honeycomb cycle

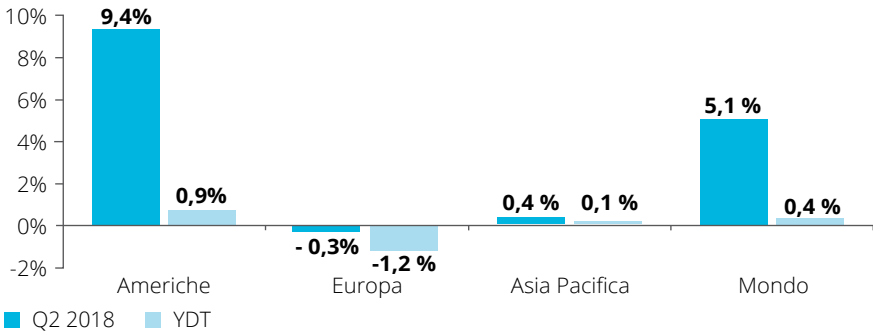
Questo perché, nonostante la solidità finanziaria relativa delle famiglie italiane, si è assistito ad una delle più importanti strette al credito mai registrate, abbinata ad una sensibile riduzione del Loan to Value (ammontare di debito utilizzato per finanziare il valore dell'immobile). Questi due elementi, rendendo più difficoltoso l'accesso al credito, hanno di fatto impedito ad una parte consistente della popolazione di acquistare un immobile.

Ricapitolando, si è potuto osservare fino al 2007 una fase del mercato immobiliare che ha portato i prezzi a crescere costantemente, la bolla così creata ha poi iniziato a sgonfiarsi con la crisi dei "mutui subprime" in Ameri-

ca. Infatti nel 2008, anno di inizio della crisi immobiliare, le compravendite sono passate da 806mila a 697mila (-15%) unità in soli 12 mesi.

Successivamente, il mattone ha avuto una fase di stallo in cui i proprietari non erano disposti a ridurre i prezzi (fenomeno conosciuto in finanza comportamentale come "bias dell'ancoraggio"), con conseguente abbassamento del numero di compravendite: secondo l'ufficio studi di Tecnocasa la distanza tra le richieste dei proprietari e la capacità di spesa dei potenziali acquirenti aumentava sempre più e di conseguenza i prezzi immobiliari diminuivano ancora.

Infatti, la scarsità di domanda e la dilatazione esponenziale dei tempi di

Figura 5**Analisi trend di breve termine attraverso indice real estate**

Fonte: elaborazione Cbre Clarion. FTSE EPRA/NAREIT Developed Index in USD (al netto della ritenuta fiscale) data di riferimento 30/06/2018

vendita, costrinse i venditori ad adeguarsi al ribasso, arrivando a sconti medi del 10%, con picchi anche del 25%.

Nel 2013, mentre continuava la flessione dei prezzi immobiliari, si cominciò a registrare un ritorno di interesse per l'acquisto nel mattone.

Negli anni successivi, questo stato di cose si sarebbe tradotto nel relativamente recente rialzo del numero di compravendite che, come lascia supporre il modello fin qui discusso, potrebbe essere seguito da una fase di prezzi in rialzo, già osservabile nelle principali città d'Italia come Roma e Milano.

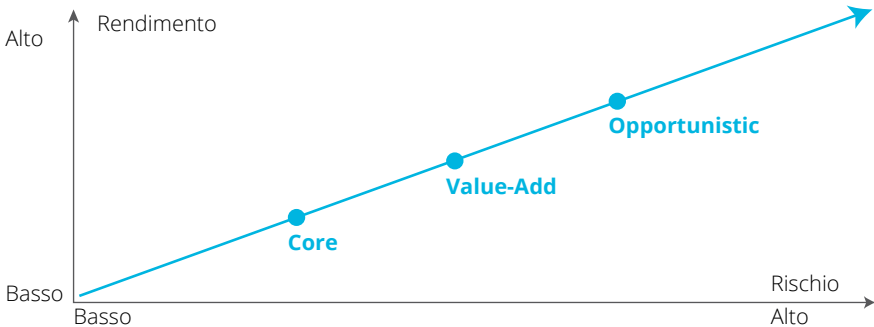
Le strategie, la fase ed i segmenti di mercato

Per le sue peculiarità, ciascuna delle fasi che compongono il mercato immobiliare dovrebbe essere accompagnata da una adeguata strategia di

investimento la quale, nello specifico, può essere selezionata fra tre tipologie principali: core, valore aggiunto ed opportunistica. La prima di queste è generalmente caratterizzata da un basso rischio e basso ritorno potenziale; i core manager acquistano attività, completamente o quasi, impiegate in affitti a lungo termine, spesso nei mercati primari. Essi generalmente impiegano una leva bassa e moderata e mirano a un ritorno premium superiore a quello del NCREIF Property Index (indice rappresentante la crescita degli investimenti istituzionali nel private commercial real estate), con una significativa componente di reddito corrente. Nel caso della strategia value-add, i manager mirano ad un rendimento più elevato rispetto a quello core, concentrandosi su attività commerciali potenzialmente in grado di generare flussi di cassa correnti medio-alti e consentire al

Figura 6

Profilo rischio/rendimento delle tre principali strategie nel private real estate



gestore di aggiungere valore attraverso strategie di leasing e riposizionamento. Essi tendono ad impiegare livelli moderati di leva e mirano al raggiungimento di un rendimento adeguato al rischio, costituito da una combinazione di reddito corrente e apprezzamento del capitale. Infine, la strategia opportunistica è caratterizzata da un rischio maggiore e da un rendimento potenzialmente superiore alle altre, con una parte maggiore del rendimento proveniente dall'apprezzamento del capitale rispetto al reddito corrente. I gestori di strategie opportunistiche tendono a impiegare livelli più alti di leva e perseguire uno o più dei seguenti approcci: investire in immobili con strutture di capitale

insostenibili; impiegare il capitale necessario per affittare, modificare l'uso o effettuare un rebranding della proprietà (ad esempio la conversione da ufficio a residenziale); costruzione di nuove proprietà (questo tende ad essere l'approccio più rischioso agli investimenti opportunistici, in quanto il processo di ottenimento di diritti per lo sviluppo e l'esecuzione di attività di costruzione è complesso e spesso imprevedibile).

Ciascuna delle sopracitate strategie dovrebbe poi tener conto, nella sua elaborazione, delle principali variabili di mercato come numero di compravendite e livello dei prezzi, con un particolare riferimento a quelle

macroeconomiche quali tassi di interesse, occupazione, risparmio, crescita economica ed inflazione. Anche l'edilizia gioca un ruolo chiave, soprattutto per la sua sensibilità alle fluttuazioni di breve termine della domanda (nonostante trascorra comunque un certo lasso di tempo tra la variazione delle richieste e la risposta dell'offerta), in quanto, se parte della domanda totale è soddisfatta dal patrimonio immobiliare esistente nel breve periodo, una sua piccola variazione può comunque condurre ad un cambiamento significativo nella richiesta di nuove costruzioni.

In caso di mercato in fase di ripresa infatti, la domanda sarà scarsa; ed in genere non ci saranno nemmeno nuove costruzioni in realizzazione. La strategia in questo scenario può essere di tipo opportunistico, acquistando a prezzi particolarmente convenienti all'inizio del movimento (se si è in grado di individuarlo) e vendere rapidamente, oppure una strategia di più lungo respiro, che può integrare anche la locazione degli immobili

ottenuti, in aggiunta alla plusvalenza della compravendita.

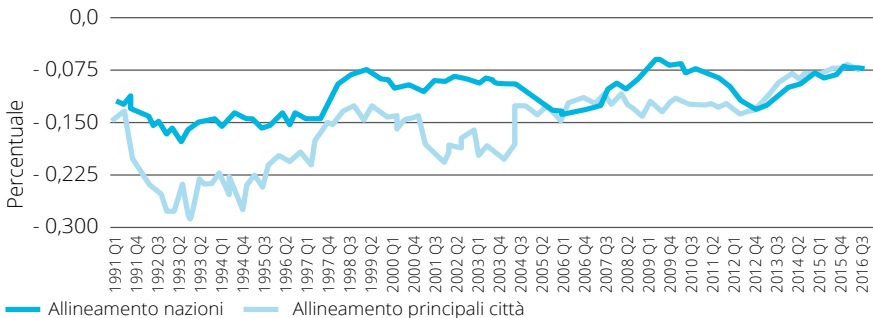
Se invece si ravvisano i segnali di un mercato in fase di espansione, come una forte domanda dovuta alla crescita occupazionale e il ritorno dell'offerta di nuove costruzioni, si è vicini al punto di massimo equilibrio domanda-offerta. Seppure la compravendita a breve termine sembra il metodo di investimento più remunerativo, è anche il momento di riqualificare gli immobili acquistati, prima di venderli o affittarli, per ottenere il massimo dei proventi; il tutto tenendo sempre in considerazione il timing dell'imminente contrazione. Nella fase di rallentamento, assistiamo ad un eccesso di offerta con un disallineamento rispetto alla domanda, generalmente a causa di un arretramento dell'economia. È a questo punto che molti investitori, ancora in attivo, decidono di vendere per proteggersi della futura contrazione, oppure di mantenere i propri immobili in portafoglio, se già messi correttamente a rendita, per puntare ad una strategia di lungo termine.

Con la contrazione del mercato, infine, la situazione cambia drasticamente, la disoccupazione aumenta e gli investitori abbandonano il mercato del mattone in favore di altri asset. I canoni di locazione non salgono più ed è quindi il momento di rimanere alla finestra, in attesa del momento migliore per tornare ad acquistare con i prezzi al minimo.

Nonostante l'apparente regolarità dei cicli immobiliari, non è comunque semplice identificare la fase in cui ci si trova ad operare e la relativa strategia da adottare, soprattutto in virtù della loro durata che può essere piuttosto variabile, anche per via degli ampi orizzonti temporali mediamente decennali. Inoltre, le singole fasi non sono necessariamente accompagnate dai medesimi andamenti delle variabili in gioco, nonché possono differire parecchio in base alla tipologia di immobile che si sta considerando (ad esempio in un contesto cittadino ad alta densità abitativa un monolocale potrebbe avere maggior domanda di un bilocale, o ancora l'abitativo

potrebbe essere già in espansione mentre la categoria negozi ancora in fase di ripresa).

A livello geografico la questione è un po' più complessa perché deve essere valutata su due scale dimensionali diverse: quella nazionale e quella internazionale. A livello di singola nazione è frequente riscontrare delle differenze nelle dinamiche delle piccole realtà cittadine rispetto alle grandi città (ad esempio città importanti come Roma o Milano sono molto più reattive e quindi anticipano le fasi del ciclo rispetto agli agglomerati urbani di minori dimensioni). Le stesse differenze stanno, invece, sempre più scomparendo a livello globale; se è vero che le economie mondiali sono sempre più interconnesse, dovrebbe essere così anche per i diversi mercati immobiliari nazionali. Sembrerebbe infatti che, per le principali città di ogni nazione sufficientemente globalizzata, i prezzi si stiano sincronizzando per creare un "superciclo" immobiliare, con le economie mondiali più avanzate che attraversano

Figura 7**Sincronizzazione andamento prezzi principali nazioni e grandi città**

Fonte: Fondo Monetario Internazionale. I valori dei prezzi si stanno avvicinando allo 0 che indica perfetta sincronizzazione, pertanto abbiamo un allineamento del mercato immobiliare sia per le nazioni sviluppate che per le principali città del globo

la stessa fase nello stesso momento storico. A tal proposito, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha misurato i prezzi di 44 grandi città e dei 40 principali paesi in mondo, sia nei mercati avanzati che di quelli emergenti, riscontrando la sincronizzazione dei prezzi immobiliari più rilevante dalla grande recessione.

Secondo queste analisi, e contrariamente a quelli che potrebbero essere i segnali del mercato italiano, a livello globale sembrerebbe che si sia appena conclusa una fase di espansione e si stiano osservando i primi indizi di un rallentamento.

Nonostante ciò, è comunque lecito provare a trovare delle indicazioni

strategiche che, con sufficiente grado di affidabilità, possano permettere l'individuazione della fase immobiliare in atto. Infatti, secondo quanto emerge dal Preqin Investor Outlook Alternative Assets H1 2018, se si guarda alle strategie (anche multiple) adottate dagli investitori, notiamo quasi un appareggiamento di preferenze (multiple) tra quelle Core (42%), a valore aggiunto (38%), Core-plus (34%) ed opportunistiche (33%); situazione spesso associata ad una fase di ripresa o di espansione. Sempre secondo il rapporto, gli investitori ritengono anche che, potendo effettuare più scelte, le categorie di asset immobiliari che presentano le

migliori opportunità siano: le soluzioni abitative (56%), gli industriali (50%) e gli immobili uso ufficio (44%). Ogni categoria offre un distinto profilo di rischio/rendimento e può essere proficuamente utilizzata per la diversificazione del portafoglio; a ciò va poi aggiunto che una stessa categoria possa essere a sua volta suddivisa in sottocategorie geografiche dipendenti sia dal livello di domanda e densità abitativa contingente, sia dal prestigio del luogo e dell'immobile (ad esempio una nuova costruzione di lusso o la collocazione in una zona di interesse turistico). L'asset allocation dovrà pertanto dipendere dalle singole opportunità di cash flow e relativo rischio associato, che la singola tipologia immobiliare è in grado di offrire nei vari scenari economici e fasi di mercato; consentendo così di ottenere un'efficace diversificazione, pur concentrandosi sulle sole categorie che presentano l'outlook più favorevole.

C'è infatti da notare che, negli ultimi anni in Italia, le diverse categorie di

investimento nel mattone hanno presentano situazioni contingenti più o meno contrastanti.

Il mercato residenziale, ad esempio, identificato tradizionalmente come la tipologia di maggior interesse per gli investitori, è invece il fanalino di coda dell'Europa che, nel 2017, ha visto un aumento complessivo dei valori medi annui del 4,6% (dati Eurostat), contro una flessione per l'Italia (unica in UE) dello 0,3%, con un calo complessivo dal 2010 del 22,2% (dati Crif). La contrazione riguarderebbe poi principalmente gli immobili usati, mentre il quarto trimestre 2017, sempre secondo le analisi Crif, avrebbe visto valori in crescita del 3,1% per il nuovo, rispetto allo stesso periodo del 2016. Segnale positivo anche da parte dei tempi di vendita, in diminuzione su tutta la Penisola. C'è una richiesta in crescita da parte degli stranieri per la casa in Italia, ma ad essere più gettonati sono sempre i centri maggiori, dove si può già dichiarare conclusa la crisi dei prezzi. Mentre, secondo l'ultimo rapporto sul mercato immo-

biliare di Nomisma, per i capoluoghi di media dimensione si registra ancora una contrazione del 2% per l'usato e dell'1,2% per il nuovo (dati marzo 2018 rispetto allo stesso mese dell'anno precedente).

Vanno male, nonostante abbiano realizzato il record degli investimenti in Europa, anche le vendite degli uffici. Questo segmento, che ha realizzato nel 2017 i volumi maggiori del settore, soffre di una dinamica dei prezzi che, saliti in maniera rilevante nell'ultimo periodo, hanno schiacciato i rendimenti anche sotto al 4%. Cushman & Wakefield indicano, infatti, al 3,5% il rendimento degli immobili top e al 5% la performance degli uffici semicentrali.

Sommariamente positiva, invece, la performance del comparto industriale, con una forte crescita nel 2017 per le strutture logistiche. Secondo l'ultimo Borsino di World Capital, i canoni dei capannoni sarebbero in rialzo in tutta Italia, con punte di rendimento anche del 12% su base annua. Questo apprezzamento sembrerebbe il

risultato di una dinamica dei prezzi ormai stabilizzata, a fronte di un aumento dei canoni di locazione.

Strutture di investimento ed alternative all'acquisto diretto nel mattone

Il mercato immobiliare presenta, come abbiamo detto, delle caratteristiche uniche, particolarmente gradite agli investitori che mirano ad una corretta diversificazione, ad una riduzione del rapporto rischio/rendimento ed a coprirsi dall'inflazione generando flussi di cassa costanti nel tempo.

La difficoltà principale che si incontra ad investire nel mattone è la sua tradizionale tendenza all'illiquidità, soprattutto se l'investimento è realizzato in modo privato e diretto. Infatti, rispetto ad azioni ed obbligazioni quotate, nel mercato immobiliare avviene un numero significativamente minore di transazioni, cosa che rende più difficile la definizione del prezzo corrente e determina costi di transazione sicuramente più alti. Un'altra

criticità legata alla scarsa liquidità di questo asset è la difficoltà di selezione, monitoraggio e gestione, che rendono inapplicabili gli indicatori ed i metodi di valutazione tradizionali del mercato mobiliare.

Ulteriore elemento di complessità del real estate, rispetto all'investimento mobiliare tradizionale, è la sua mancanza di omogeneità tra gli investitori, che non hanno quindi una quantificazione certa del proprio portafoglio. L'omogeneità del mercato mobiliare non solo facilita la liquidabilità, ma rende anche più agevole la raccolta e la disponibilità di informazioni critiche sull'investimento. Gli acquisti immobiliari privati, invece, sono eterogenei e spesso unici, limitando la possibilità di circolazione delle informazioni sullo specifico asset. Inoltre, l'acquisto privato diretto di immobili ha anche delle dimensioni minime di acquisto che non permettono la negoziazione di questi beni al di sotto di una certa soglia o quantità. Un investitore può infatti acquistare (ad eccezione

delle soluzioni di partenariato) minimo un'unica proprietà, mentre con la stessa cifra avrebbe potuto acquistare un portafoglio mobiliare molto più diversificato. A fronte di ciò, gli investimenti immobiliari privati possono offrire premi al rischio attraenti per gli investitori che hanno una tolleranza elevata per l'illiquidità. Positiva è anche la trattazione dell'investimento nel mattone dal punto di vista fiscale. In linea generale i privati beneficiano di detrazioni Irpef sull'Iva pagata al momento dell'acquisto o sugli interventi di ristrutturazione realizzati; mentre le società immobiliari hanno la possibilità di recuperare parte dell'Iva pagata, beneficiare di particolari esenzioni sull'imposta di registro e sulle altre imposte di legge.

Nonostante le difformità fin qui riscontrate, esistono dei metodi di valutazione della finanza tradizionale che sono comunque applicabili all'investimento diretto nel mattone. Ad esempio, il tasso di capitalizzazione non è altro che la percentuale di rendimento che un investitore si aspetta

dalla proprietà, e si calcola dividendo il reddito operativo netto derivante dall'immobile per il suo valore patrimoniale totale. Il reddito operativo netto include il reddito derivante dalla locazione meno i costi diretti, escludendo quindi i costi di finanziamento. Questo sistema è molto utile per una rapida comparazione delle possibilità di investimenti disponibili sul mercato, sia immobiliari che non, perché permette di confrontare subito i diversi rendimenti prospettati.

Approfondendo, questo indicatore non sarebbe altro che un P/E invertito o, ancora meglio, una semplificazione del TIR (Tasso Interno di Rendimento) del bene immobile che consta principalmente di tre tipi di input: costi di acquisizione del bene, flussi di cassa generati e valore finale dell'investimento.

Si può anche usare l'analisi del Net Present Value (NPV); per il quale, proprio come per gli investimenti tradizionali, è sufficiente scontare i flussi di cassa futuri che, nel caso dei beni immobili, possono spesso essere

proiettati nel futuro con una certa precisione (ad esempio quando le proprietà hanno contratti di locazione a lungo termine).

Infine, un approccio che deriva forse più dall'estimo che dalla finanza, è l'analisi comparativa di mercato. Ovvero il bene viene valutato sulla base degli altri immobili simili in vendita nella zona, dalla media dei prezzi si ricava un valore al metro quadro che sarà moltiplicato per la superficie dell'investimento, applicando successivamente dei correttivi di raccordo per le caratteristiche intrinseche del bene ed ottenendone così l'ipotetico valore di mercato. Questa metodologia può essere anche impiegata utilizzando i dati sui prezzi al metro quadro del venduto, e quindi realmente applicati durante le recenti transazioni, per determinare l'effettivo valore di vendita dell'asset.

Le valutazioni tendono comunque ad essere spesso eseguite utilizzando (quando possibile) tutti gli approcci fin qui individuati, calcolando poi una sorta di "media ponderata" del valore.

Ovviamente, come nel mercato della proprietà intellettuale o dell'arte, per immobili unici ed infungibili la determinazione del valore non può essere definita che da una perizia "tailor made" sul singolo bene (*CFA Institute Research Foundation, Alternative Investments: A primer for investment professionals*).

Per ovviare alle principali problematiche dell'investimento diretto nel mattone si possono prendere in considerazione degli strumenti alternativi come i tradizionali fondi di investimento.

I fondi comuni di investimento immobiliare impiegano il proprio patrimonio in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari, in misura non inferiore ai due terzi del valore. Il patrimonio è poi diviso in quote di attività finanziarie, attraverso le quali si è in grado di investire nel mattone evitando di acquistare direttamente l'immobile, che per sua natura richiede palesemente tempi di acquisizione più lunghi all'investimento mobiliare.

Si tratta di fondi chiusi, ovvero che prevedono un diritto al rimborso della quota, che può essere sottoscritta solo entro la fine della fase di offerta, ed il rimborso avviene, di norma, solo alla scadenza; anche se è stata poi introdotta, con il decreto legislativo n. 351 del 2001 e il decreto ministeriale n. 47 del 2003, la possibilità di emissioni successive di quote e di rimborsi anticipati, il tutto con l'intenzione di aumentare la liquidabilità del fondo.

Di solito viene anche previsto un obiettivo di rendimento ed il risultato è poi distribuito attraverso dividendi di acconto, è inoltre sempre possibile acquistare o vendere le quote in un mercato regolamentato dove vengano negoziate, garantendo così un'ulteriore liquidità del capitale.

La durata minima prevista da queste particolari tipologie di investimento finanziario è pari a 10 anni, mentre la massima può raggiungere anche i 30. La data di scadenza segna anche il momento in cui il patrimonio verrà ripartito e distribuito, come stabilito all'interno del prospetto informativo.

A questo punto i partecipanti possono rientrare in possesso dei capitali investiti, maggiorati degli eventuali capital gain o penalizzati dal market discount, determinati dalla differenza che esiste in quel momento tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota (*Borsa Italiana*).

I fondi immobiliari in Italia rappresentano circa il 3% del mercato italiano, con un patrimonio (analisi della Banca d'Italia) pari a 64,5 miliardi di euro. Durante il 2016 il peso delle prime cinque SGR, che ammontava a €31,1 miliardi, è leggermente diminuito (dal 50,9% a 48,2%). Da un punto di vista geografico, il 43% dei beni gestiti si trova nel nord-ovest dell'Italia, mentre il 33,6% in centro; il nord-est si ferma al 12,9%, mentre sud Italia (comprese le isole) e beni situati all'estero seguono con, rispettivamente, l'8,1% ed il 2,4% (analisi Assogestioni). Tra le classi di beni gestiti, gli uffici sono i più comuni, costituendo da soli il 42,7% dell'intero asset stock, seguiti dal residenziale 19,5% e dal

Tabella 1
Principali fondi immobiliari italiani per capitalizzazione

SGR	Valore
Dea Capital	7,84
Investire	7,07
Generali	5,67
BNP Paribas	5,56
Coima	5,50
Fabrica Immobiliare	3,70
Prelios	3,56
Sorgente Italia	2,48
Castello	1,98
Savills	1,70

Fonte: Pwc. Dati in miliardi di euro

retail 14,3% (*Pwc Real Estate Market Overview Italy 2017*).

Secondo il Preqin's Global Real Estate Report 2018, gli investitori manterranno le risorse impiegate nelle asset class di lungo termine (57%) o addirittura aumenteranno la quota di capitale investito in immobili (32%). Ma come era ipotizzabile, oltre la metà di loro manterrà la medesima

Tabella 2**Risultati principali fondi immobiliari chiusi retail**

	Prezzo quote scambiate in Borsa (inizi 2018)	NAV o Net Asset Value degli immobili in bilancio (metà 2017)	Scadenza prevista per il fondo	Dividendi erogati dalla quotazione (inizi 2018)
Amundi Re Italia	902,72	1817,6	31/12/2019	1.580,5
Atlantic 1	298,24	492,3	31/12/2019	318,31
Immobiliare Dinamico	100	185,4	31/12/2020	14,5
Obelisco	141,33	203,84	31/12/2018	300
Polis	568,16	887,53	31/12/2018	1.561
Securfondo	281,4	525,76	31/12/2019	2.481
Socrate	291,5	525,73	31/12/2020	25
UniCredit Immob. Uno	917	1268,66	31/12/2020	2.190,3
Valore Immob. Globale	650	1175	31/12/2019	4.991

Fonte: elaborazioni Altroconsumo Finanza. Dati in euro

esposizione sul mercato immobiliare, prediligendo per i nuovi investimenti, oltre all'acquisto diretto nel mattone, anche i fondi immobiliari negoziati. Mentre rimangono indietro i fondi chiusi e quelli aperti che, pur mantenendo le rispettive posizioni, non sembrano in grado di attirare concretamente nuovi investimenti.

In linea generale, l'investimento immobiliare attraverso veicoli finanziari permette di sopperire alla scarsa liquidità dell'investimento nel matto-

ne e, riducendo l'importo minimo di investimento, dare la possibilità di diversificare settorialmente e geograficamente il proprio patrimonio con somme anche modeste. In Italia, negli ultimi anni, gli investitori hanno utilizzato per investire nel mattone, non solo i fondi chiusi immobiliari, ma anche le società di investimento immobiliare quotate (SIIQ). La differenza giuridica tra questi strumenti è data dalla relazione esistente tra quotisti e le persone che gestiscono

gli attivi: nel caso dei fondi immobiliari, il gestore è separato dalla proprietà e, nella maggioranza dei casi, coincide con la SGR che ha fatto nascere il fondo; nelle SIIQ, invece, il management viene nominato dalla maggioranza degli investitori e la società presenta quindi una governance simile a quella delle imprese quotate.

Per aumentare diversificazione e liquidità dell'investimento, conviene pertanto affiancare ai fondi chiusi immobiliari le SIIQ. Attualmente in Italia quelle di più lungo corso e maggiori dimensioni, sono Beni Stabili ed Igd, seguiti da un numero limitato di operatori minori.

La prima del settore per capitalizzazione è Beni Stabili SIIQ che, con i suoi 1,7 miliardi, vale più di tutte le altre quotate a piazza affari; numeri che in Europa le fanno però raggiungere solo il 22esimo posto (dati aggiornati al 2018 secondo Borsa italiana e stampa specializzata), in un contesto dove, tra l'altro, si assiste ad una maggiore specializzazione

dei gestori che rende l'investimento molto più mirato. Ciò rappresenta un freno alle performance di borsa delle SIIQ italiane, soprattutto per via della scarsità degli investitori internazionali, molto più selettivi quando si parla del mattone di carta. Nonostante ciò, queste società offrono un'interessante alternativa ai fondi chiusi immobiliari, vista anche la scarsa offerta esistente in Italia per la clientela retail; l'obbligo di distribuire dividendi e soprattutto l'assenza di una scadenza predeterminata potrebbero, infine, interessare sia l'investitore professionale che non.

In alternativa, per ottimizzare ulteriormente la liquidità dell'investimento, si può guardare agli Etf che, pur non permettendo di investire direttamente nel mattone italiano, consentono una diversificazione su aziende quotate a livello internazionale. Purtroppo, l'offerta risulta ancora piuttosto scarsa, sono infatti solo una decina gli strumenti quotati a Piazza Affari, criticità a cui si aggiunge il rischio dell'esposizione valutaria.

L'investitore che intendesse rendere il proprio portafoglio ancora più liquido e dinamico, lo può fare investendo nelle azioni di società quotate che, direttamente o indirettamente, fanno del mattone il proprio business.

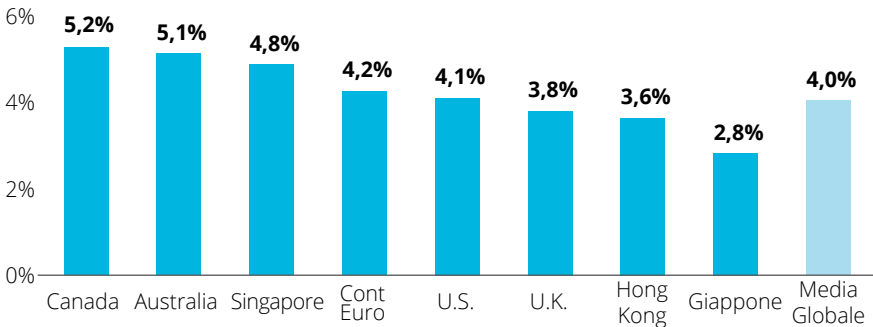
Ne sono un esempio le società di costruzione o di materiali edili, tipologie di imprese che sono legate a filo doppio con l'andamento del mercato immobiliare, e che costituiscono una possibilità di investimento nel real estate, a patto che l'investitore sia consapevole del fatto che sta concretamente acquistando delle azioni, con un profilo rischio/rendimento intrinsecamente diverso rispetto al semplice acquisto di immobili.

A livello generale, le società immobiliari possono restituire buone performance di fronte a tassi di interesse obbligazionari in aumento. Infatti, le performance delle azioni immobiliari sono state modestamente positive durante la prima metà del 2018, superando le obbligazioni.

Le azioni delle società immobiliari tradizionalmente sovrapperformano in

un mercato dei capitali caratterizzato da un livello dei tassi elevato, pertanto l'attuale prospettiva di rialzo dei rendimenti dei bond sembrerebbe favorire le azioni del real estate. Questo perché il miglioramento generale delle condizioni economiche tende anche a portare al miglioramento della linea di ricavi per gli operatori commerciali e per i relativi proprietari immobiliari; e questo, nel corso del tempo, in genere più che compensa qualsiasi aumento delle spese di indebitamento. Nonostante tale dinamica di lungo respiro, per cui le società immobiliari tendono a trarre vantaggio dalle forze macroeconomiche che spingono i tassi al rialzo, quale la crescita economica positiva, un rapido movimento verso l'alto dei rendimenti nel breve termine può causare un temporaneo shock di ripiegamento anche per gli asset del real estate.

Infatti, secondo il Cbre Clarion Global Real Estate Securities Market Commentary 1H 2018, le azioni immobi-

Figura 8**Real estate dividend yield data di riferimento 30/06/2018**

Fonte: elaborazione Cbre Clarion

liari continuano a scontare ulteriori aumenti dei tassi di interesse a breve termine da parte della Federal Reserve. Per questo le società del Nord America hanno modestamente sovraperformato negli ultimi 6 mesi quelle europee e dalla zona Asia-Pacifico. Negli Stati Uniti, il miglioramento delle prestazioni ha riguardato i settori in cui la crescita degli utili è più sensibile alla crescita economica come gli alloggi e la proprietà industriale.

Anche i settori di vendita al dettaglio ed in particolare dei centri commerciali sono stati trainati da questi sviluppi. Mentre per la proprietà europea i risultati sono stati modestamente negativi, nonostante il miglioramento delle condizioni economiche e dei fondamentali immobiliari. I rendimenti della zona Asia-Pacifico sono stati positivi in Giappone, dove i fondamentali immobiliari sono buoni, ma controbilanciati da una perfor-

mance negativa nelle altre zone, tra cui Singapore, che ha sottoperformato nel secondo trimestre a seguito di misure restrittive nel mercato residenziale.

Sempre secondo il report di Cbre Clarion, il total return delle aziende immobiliari sarà generato per il 5% dalla crescita degli utili e per il 4% dal rendimento medio dei dividendi a livello globale.

Dall'analisi emerge inoltre che, prendendo come riferimento il NAV (Net Asset Value) le società immobiliari siano mediamente negoziate a sconto del 9%, si può pertanto ritenere che le azioni immobiliari costituiscano un asset attraente rispetto all'investimento diretto nel real estate ed alle altre classi di attività. Infine, la salute delle aziende immobiliari troverebbe conferma in un aumento dei dividendi, che sono l'emblema di un mercato in espansione.

Un alternativo sconosciuto: la categoria dei convertible arbitrage

a cura di Sean Reynolds,
Lead Portfolio Manager Lazard Rathmore Alternative Fund

LAZARD
FUND MANAGERS

La combinazione di tassi di crescita nominali in calo, crisi ricorrenti, eccesso di regolamentazione ed acquisti di obbligazioni da parte delle banche centrali ha comportato un massiccio calo dei tassi del mercato dei capitali. Gli investitori si trovano attualmente di fronte ad uno scenario caratterizzato da tassi estremamente bassi che, in molti casi, impediscono loro di realizzare gli obiettivi di investimento definiti con la loro asset allocation tradizionale. Uno dei modi con cui gli investitori possono reagire a questa dinamica è il ricorso a strategie alternative.

Il mercato degli investimenti alternativi ha continuato a crescere nel corso degli ultimi anni. Infatti, escludendo gli hedge fund tradizionali meno liquidi (come il private debt), esiste un mercato crescente per gli investimenti alternativi liquidi che comprende un segmento di fondi UCITS, focalizzati su investimenti che replicano gli hedge fund tradizionali, utilizzando veicoli regolamentati. Questo approccio amplia la base di investitori, offre maggiore liquidità e trasparenza, modelli commissionali differenti, minore leva finanziaria ed una migliore scalabilità.

Una strategia, forse meno frequentemente rappresentata rispetto agli hedge fund tradizionali, è quella del Convertible Arbitrage. Questa strategia può offrire rendimenti in molti casi superiori a quelli del fixed income tradizionale, con minore volatilità e con una correlazione bassa/inesistente con azioni ed obbligazioni. Essa rappresenta quindi un'alternativa interessante nell'attuale scenario di tassi bassi e può essere uno strumento di diversificazione importante dei portafogli obbligazionari. Inoltre, l'integrazione di una strategia Convertible Arbitrage in portafogli tradizionali può migliorare il profilo rischio/rendimento del portafoglio.

Anche Lazard Asset Management offre una strategia Convertible Arbitrage, in formato UCITS dal maggio 2018, all'interno della sua piattaforma alternative del valore di 7 miliardi di dollari.

Come già accennato, l'opportunità d'investimento offerta dalle strategie Convertible Arbitrage potrebbe dimostrarsi particolarmente interessante nell'attuale scenario di mercato, caratterizzato da tassi bassi e sempre più volatile. Nel proteggere il capitale dal ribasso,

la strategia può anche realizzare, nelle fasi di rialzo, rendimenti interessanti sia su base assoluta che risk adjusted. Ad esempio, in un momento in cui molte strategie di credito sono molto popolari, sulla base dell'analisi del team Rathmore, l'implied credit spread (una misura di carry, accretion, e rendimento derivante dal volatility trading sulla conversion option) dei titoli convertibili HY è pari a 832 punti base sul LIBOR, rispetto ai 418 punti base del comparto HY*. Nell'eventualità di un aumento più marcato della volatilità, una strategia Convertible Arbitrage diverrebbe persino più interessante, grazie alla sua capacità di carpire valore aggiuntivo da tale aumento. Questo vantaggio fornisce buona parte della correlazione negativa della strategia Convertible Arbitrage con le altre classi di attivi, compresi gli altri investimenti in titoli di credito.

Oltre ad offrire rendimenti interessanti sia in termini relativi che assoluti, la duration media nel mercato dei titoli convertibili è pari ad approssimativamente 2+ anni. Questo dato è considerevolmente inferiore a quello delle obbligazioni Investment Grade (7+ anni) e High Yield (4+ anni) e presenta quindi una minore sensibilità in uno scenario caratterizzato da tassi in aumento. Occorre anche notare che tale esposizione, secondo le stime del team Rathmore, offre due volte il potenziale di rendimento con metà del rischio di duration e con circa la metà del rischio di credito. In media, per ciascun dollaro di capitale investito oggi in posizioni long in obbligazioni convertibili, le strategie Convertible Arbitrage presentano una copertura di circa 55 centesimi attraverso la posizione short sull'azionario sottostante.

Sean Reynolds, Lead Portfolio Manager di Lazard Rathmore Strategy, vanta oltre 25 anni di esperienza nei titoli convertibili. Il team Rathmore, composto da 11 professionisti dedicati, gestisce un totale di USD 1,3 miliardi quale parte della piattaforma di convertibili globali di Lazard ed è uno dei maggiori e più stabili gestori Convertible Arbitrage. Il team è completamente autonomo nella gestione del portafoglio, pur essendo parte della piattaforma globale Lazard che gli permette di attingere alle risorse del gruppo anche per quanto riguarda gli aspetti non correlati alla gestione della strategia (aspetti legali e di compliance, vigilanza indipendente sul rischio, ambito operativo, business development, ecc.).

Il team Rathmore ha anche la possibilità di accedere a specialisti di tutti i settori che contribuiscono alla valutazione dei fondamentali di ciascuna società, al loro potenziale di sviluppo, alla gestione di eventi straordinari e alla conoscenza del loro senior management. In questo senso, Lazard mette a disposizione del proprio team di gestione la stabilità e le risorse di un grande gruppo internazionale, consentendo contemporaneamente al team di investimento di operare efficientemente come entità autonoma, focalizzata sulla massimizzazione delle opportunità nel suo specifico approccio di rischio-rendimento. Nell'odierno scenario di tassi bassi, in cui i mercati azionari sono sempre più volatili e l'incertezza permane ampiamente diffusa, riteniamo che le strategie Convertible Arbitrage come Lazard Rathmore siano ben posizionate.

CAPITOLO 4

PRIVATE DEBT

di Edoardo Maria Venosi, CFA

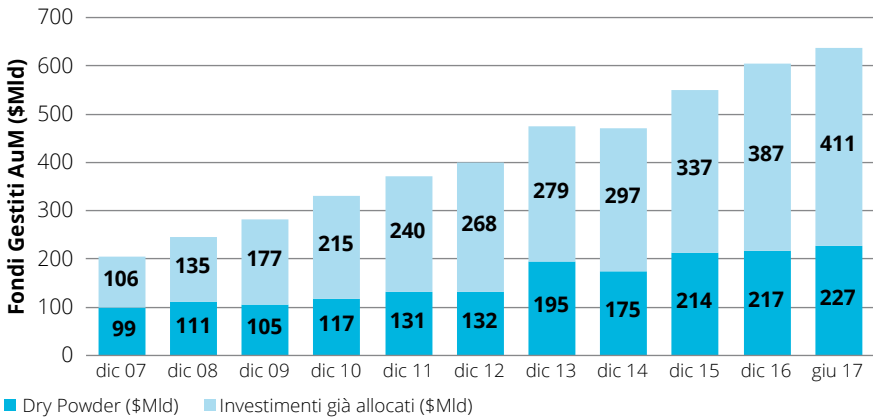
Con il termine “Private Debt” si intende descrivere operazioni di emissione del credito che ricadono al di fuori dei classici canali di finanziamento bancario. Gli elementi fondamentali sono rappresentati dal venir meno del ruolo delle banche e dalla natura diretta del rapporto tra creditore, ovvero fondi d’investimento o investitori istituzionali, e debitore, le imprese. La forte discesa dei tassi d’interesse obbligazionari e la regolamentazione bancaria sempre più stringente hanno portato allo sviluppo di questo mercato, favorendo l’ingresso di nuovi attori nel processo di fornitura del credito. Le emissioni in questione, principalmente illiquide e nella grande maggioranza dei casi non quotate, hanno la finalità di soddisfare le necessità dell’azienda durante specifiche opportunità di crescita del business e/o in ottica più strategica durante le diverse fasi della vita di un’azienda. All’interno del Private Debt possiamo distinguere quattro principali strategie (*Preqin, Private Debt Spotlight, Marzo 2018*):

- **Direct Lending:** finanziamenti diretti a piccole medie imprese (spesso all’interno di un processo di Buy-Out legato ad operazioni di private equity).
- **Mezzanino:** finanziamenti subordinati al debito senior di un’impresa ma con precedenza rispetto al capitale di rischio.
- **Distressed Debt:** finanziamenti ad aziende in condizioni di stress finanziario.
- **Special Situations:** finanziamenti legati ad un determinato evento catalizzatore (es. fusioni, acquisizioni, spin-off o altri eventi specifici).

Il Direct Lending rappresenta l’innovazione relativamente più recente (soprattutto in Europa) e di maggiore interesse: da un lato, la domanda per questo tipo di strategia è in costante crescita, mentre dal lato dell’offerta, offre la possibilità di modulare le caratteristiche degli investimenti in base alle necessità degli investitori istituzionali (quali ad es. assicurazioni e fondi pensione) e di offrire

Figura 1

Private Debt: valore delle masse gestite 2007-2017



Fonte: Preqin - Private Debt Spotlight - marzo 2018; valori in miliardi di dollari

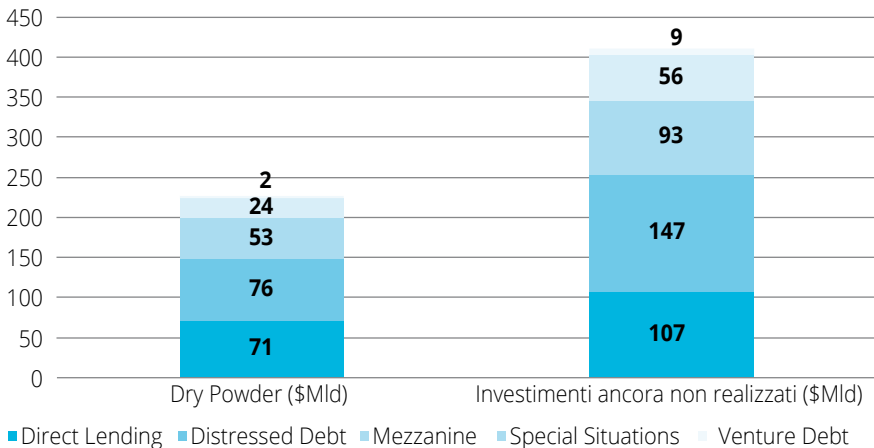
rendimenti maggiori rispetto a quelli presenti sul mercato obbligazionario classico (governativi e corporate bond) grazie al premio per l'illiquidità e ad una serie di fattori che approfondiremo in seguito.

Il mercato del Private Debt

Il Private Debt rappresenta oggi una vera e propria classe d'investimento a se stante, alternativa rispetto ai mercati obbligazionari quotati in quanto capace di fornire effetti di diversificazione e opportunità più interessanti lungo la frontiera di rischio rendimento per i portafogli degli investitori istituzionali. Possiamo meglio comprenderne dimensione, struttura e sentiment degli investitori, analizzando lo stato odierno a livello globale sotto molteplici punti di vista come ad esempio l'evoluzione delle masse

gestite (AuM), la disponibilità di "dry powder" (capitale sottoscritto ma ancora da investire), la ripartizione fra le diverse strategie ed altri indicatori di interesse (Preqin, *Private Debt Spotlight, Marzo 2018*; Preqin, *Quarterly Update: Private Debt, Q1 2018*; Preqin, *Investor Interviews 2017 - Private Debt Spotlight, Marzo 2018*).

Dal punto di vista delle masse gestite a livello globale (Figura 1), definite come la somma del capitale ancora non richiamato e di quello già investito, negli ultimi 10 anni il Private Debt ha avuto una crescita costante, senza particolari flessioni anche durante gli anni della crisi, arrivando a quota \$638 miliardi di dollari. Il 2017 ha rappresentato un anno record in termini di flussi, con circa \$115 miliardi di nuovi fondi raccolti dai manager di queste strategie.

Figura 2**Private Debt: masse gestite per tipologia di strategia**

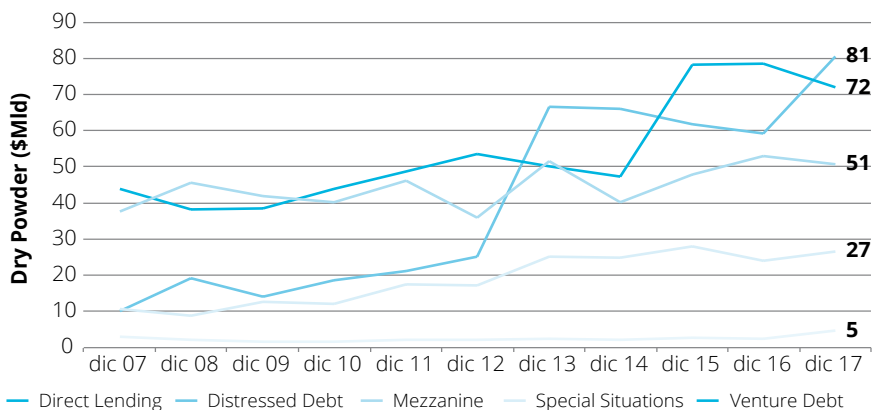
Fonte: Preqin - Private Debt Spotlight - marzo 2018

La maggior parte del capitale è allocato su investimenti già allocati (\$411bn), mentre il capitale ancora da investire ha raggiunto i \$227bn ("Dry powder"). È interessante notare come, nonostante la crescita assoluta del capitale investito in private debt, il dry powder sia rimasto relativamente stabile, fenomeno che invece non si riscontra sul private equity, come visto nei capitoli precedenti. In termini di strategie utilizzate (Figura 2), sia dal punto di vista dell'investito che del dry powder, gran parte del capitale è impiegato in strategie di "Distress Debt" e di "Direct Lending". La prevalenza di queste due strategie è riconducibile alla fase probabilmente avanzata del ciclo economico, più o meno accentuata a seconda del paese preso in considerazione.

I gestori di fondi di Distressed Debt, ad esempio, cercano opportunità d'investimento in società che riversano in condizioni di stress e saranno maggiormente attivi durante le fasi di inversione o di contrazione del ciclo economico, mentre i fondi di Direct Lending, consentono di partecipare al mercato del private debt con strategie meno complesse e predisposte per essere utilizzate attraverso tutte le fasi del ciclo di crescita, impiegando strutture più conservative e garantite come il "senior debt" (forma di credito con maggiori garanzie e precedenza nella struttura di capitale rispetto ad altre tipologie di creditori) durante i periodi di contrazione economica. È interessante inoltre notare come sebbene le strategie legate al Distressed Debt siano la fetta più

Figura 3

Private Debt: Dry Powder per tipologia di strategia 2007-2017



Fonte: Prequin - Private Debt Spotlight - marzo 2018

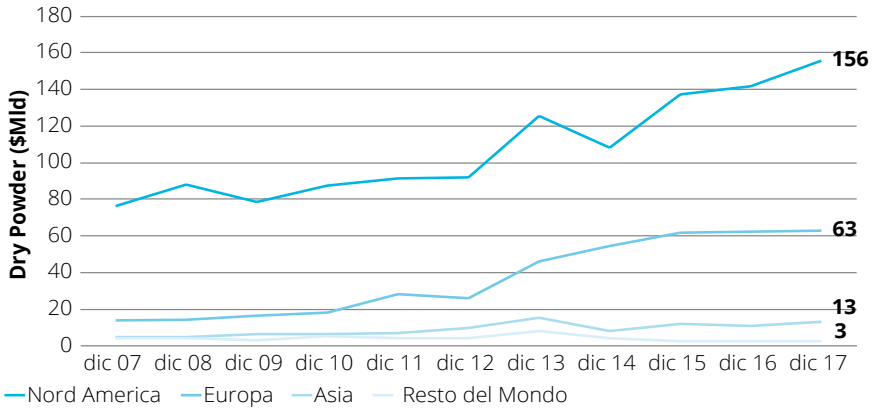
importante delle masse gestite nella loro totalità, la crescita del capitale raccolto e ancora da investire nel Direct Lending sia quasi triplicato di valore dal 2012 ad oggi, consolidando un trend ormai evidente (Figura 3).

I dati a livello geografico evidenziano come Stati Uniti ed Europa si confermino essere i mercati principali per le strategie di Private Debt (Figura 4). Negli ultimi dieci anni la crescita più sostanziosa in termini percentuali si è riscontrata nel vecchio continente, che ha quintuplicato il valore delle masse da investire, mentre in termini assoluti gli Stati Uniti rappresentano ancora il primo mercato, con 156 miliardi di dollari di dry powder (valore raddoppiato nel periodo di riferimento).

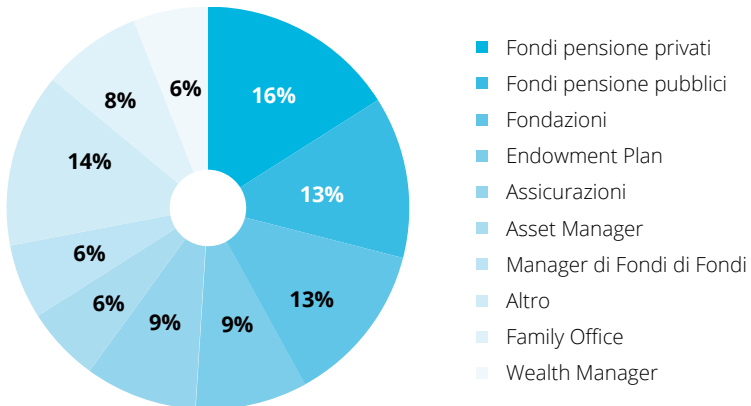
Se invece guardiamo alla tipologia di investitori nel mercato del private

debt (Figura 5), è evidente come l'asset class sia un settore prevalentemente legato al mondo istituzionale, che tra fondi pensione privati e pubblici (29%), Fondazioni e Endowment Plans (22%), Assicurazioni (9%), Asset Managers e FoF Managers (12%), raggiunge circa il 72% delle masse gestite mentre la parte legata a family office, wealth managers e altri rappresenta il 28% del totale.

L'interesse degli investitori per l'asset class in un contesto di bassi tassi d'interesse è evidente se guardiamo al tempo che impiegano mediamente i fondi di debito privato a raggiungere il target prefissato in termini di raccolta (Figura 6). Vediamo come il 32% dei fondi riesce a raggiungere i propri obiettivi in soli 6 mesi, il 48% entro un anno e ben l'85% entro il secondo anno.

Figura 4**Private Debt: Dry Powder per area geografica 2007-2017**

Fonte: Preqin - Private Debt Spotlight - marzo 2018

Figura 5**Private Debt: tipologie di investitori**

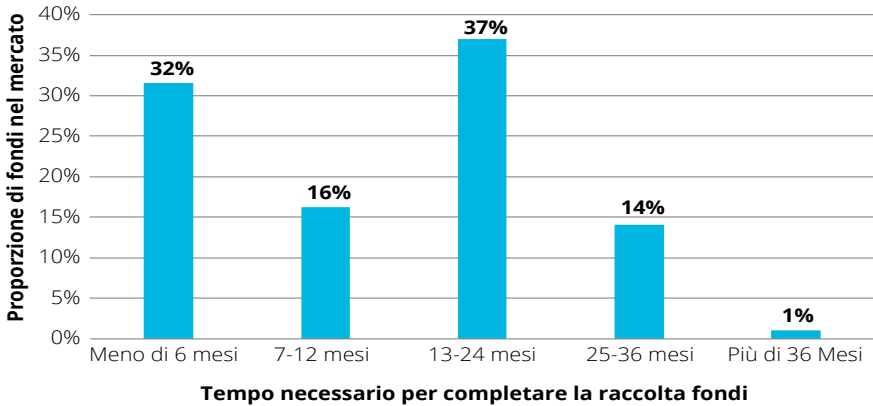
Fonte: Preqin - Private Debt Spotlight - marzo 2018

Infine prendiamo un sondaggio condotto da Preqin nel Dicembre 2017 su 550 investitori a livello globale, divisi prevalentemente tra Stati Uniti

(51%) e Europa (30%) sulle intenzioni in termini di aumento, diminuzione o mantenimento dei livelli di investimento su alcune asset class alterna-

Figura 6

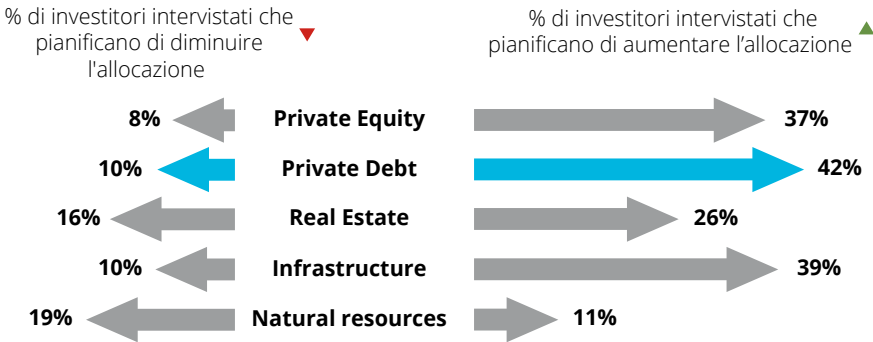
Private Debt: tempo necessario per completare la raccolta dei fondi



Fonte: Preqin Quarterly Update - Private Debt, Q1 2018

Figura 7

Piani di allocazione degli investitori per il 2018



Fonte: Preqin Investor Interviews 2017 - Private Debt Spotlight - marzo 2018

tive nel 2018 (Figura 7): il 42% degli investitori intervistati ha mostrato l'intenzione di aumentare l'allocazione al Private Debt, mentre solo il 10% di diminuirla.

A prescindere dai numeri in termini assoluti, notiamo come la ricerca

di rendimenti più interessanti in un contesto di bassi tassi d'interesse sta spingendo sempre più investitori a far diventare l'allocazione ai mercati privati del debito una parte più consistente e progressivamente integrante dei propri portafogli.

Il Private Debt in Italia

Prosegue la crescita del Private Debt anche in Italia, come evidenziato dai dati raccolti dall'osservatorio in collaborazione tra AIFI (Associazione Italiana del private equity, Venture Capital e Private Debt) e Deloitte (*Osservatorio Private Debt AIFI-Deloitte, Il mercato Italiano del Private Debt nel 2017, febbraio 2018*). Lo studio prende in considerazione i dati raccolti sull'arco di quattro anni, dal 2014 al 2017 e considera solo le operazioni condotte da operatori domestici e internazionali su aziende italiane, includendo sia emissioni quotate che non quotate. Durante il periodo, 24 operatori sono risultati attivi (hanno raccolto o investito) sul mercato, 8 internazionali e 16 domestici. La raccolta del periodo è risultata pari a € 1,7 miliardi (il dato include anche il 2013, con € 100 milioni) con circa un terzo di questa cifra solo nel 2016 mentre nel 2017 la raccolta è stata pari a € 292 milioni. Se prendiamo in considerazione l'attività dell'ultimo anno, banche, fondi

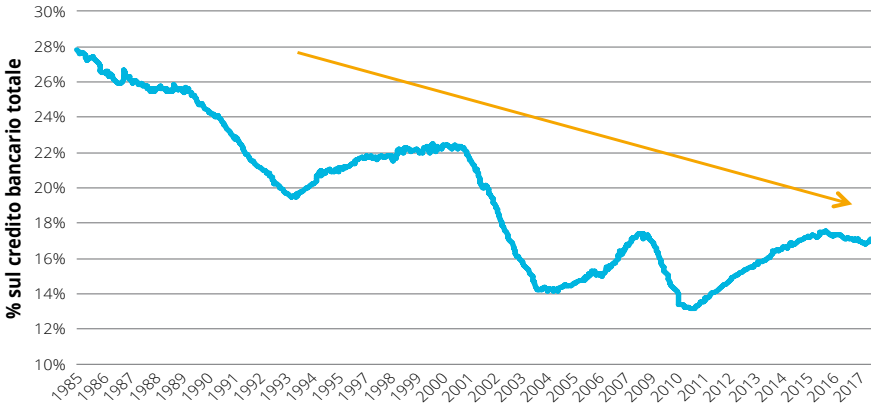
di fondi istituzionali e assicurazioni sono stati i principali investitori, con rispettivamente il 27%, 24% e 22% della raccolta menzionata. Anche dal punto di vista del capitale investito la crescita è stata notevole, in quanto nel 2017 sono stati impiegati circa € 641 milioni, con un aumento del +35% rispetto ai €474 milioni del 2016. Sul totale delle operazioni portate a termine nel 2017, circa il 65% ha utilizzato la forma obbligazionaria, con una redistribuzione dell'80% su strutture "ammortizing" (rimborso del capitale durante la vita dello strumento) e il 20% in forma "bullet" (rimborso del capitale interamente a scadenza). In merito ai principali settori di appartenenza, su 85 società finanziate nel 2017, 23 fanno parte del settore beni e servizi industriali, 13 del manifatturiero-alimentare e 9 operano nel mondo dell'ICT (comunicazioni, computer ed elettronica), con la restante parte redistribuita più o meno equamente sui restanti settori. In termini geografici, il 73% delle società finanziate si trovano al

Nord, il 16% nelle regioni del Centro e l'11% tra Sud e Isole. A livello regionale, circa un quarto delle società si trovano in Lombardia (22 società finanziate), seguita dal Trentino (13), Veneto (8), Toscana (7) e Piemonte (6), mentre solo una delle 85 società era nel Lazio. Se guardiamo invece al tipo di transazioni, circa un quarto dei finanziamenti è stato portato a termine su società partecipate da private equity, in controtendenza con il resto d'Europa, dove la versione "Sponsored" (con società di private equity nel capitale sociale dell'azienda finanziata) è la più comune. In termini di dimensioni, il fatturato medio delle società finanziate nel 2017 è stato di circa € 94 milioni (55% sono PMI con fatturato sotto i € 50 milioni), con una media di 434 dipendenti per azienda (66% sono PMI con massimo 250 dipendenti). Durante il periodo si è inoltre assistito ad una contrazione dell'ammontare medio delle operazioni, passato da €12 milioni circa nel 2014 a € 10,3 milioni nel 2017, e del tasso medio di rendi-

mento, passato dal 6,06% nel 2014 al 5,71% del 2017. La diminuzione dei rendimenti è indice di come anche nel nostro paese, la forte crescita del capitale da investire in strategie di Private Debt abbia fatto aumentare il numero di operatori e la competizione sulle singole transazioni, con conseguente riduzione del costo di finanziamento per le imprese.

Le origini del Direct Lending

Il fenomeno del Direct Lending nasce in seguito a cambiamenti strutturali del sistema bancario sia negli Stati Uniti che in Europa, legati all'evoluzione dell'aspetto regolamentare e al cambiamento della tolleranza per il rischio degli investitori, favorita in parte anche dalla riduzione sulle altre asset class tipiche obbligazionarie. In Europa, il numero cumulato di transazioni di finanziamento alternativo sono cresciute esponenzialmente a partire dal 2012, raggiungendo più di 1.200 operazioni a fine 2017 ("Deloitte alternative lending tracker Q4-2017"). Gli Stati Uniti re-

Figura 8**Crediti commerciali e industriali in America**

Fonte: Federal Reserve H8 - aprile 2018

stano tuttavia il mercato più grande e maturo da questo punto di vista, sia per dimensione che per numero di operatori presenti nel sistema. Se in Europa il Direct Lending è un'attività che è andata evolvendosi dopo gli anni della crisi finanziaria del 2008, negli Stati Uniti possiamo ricondurre le origini di questo mercato agli anni novanta, quando il processo di consolidamento bancario portò alla scomparsa di molte istituzioni focalizzate sul credito alle piccole e medie imprese, lasciando il settore sempre più in mano a grandi banche nazionali piuttosto che ad istituzioni regionali. Questo processo ha accentratato le decisioni di finanziamento e fatto sì che il credito fosse allocato prevalentemente a transazioni e clienti di dimensioni più grandi, lasciando sempre meno alternative e capitale alle piccole medie imprese.

Se analizziamo il bilancio delle banche commerciali americane, possiamo notare come il peso dei crediti commerciali e industriali sul totale del credito bancario dai primi anni 90 ad oggi sia arrivato quasi a dimezzarsi (Figura 8).

Questo trend ormai decennale è stato anche supportato dalla crisi finanziaria del 2008-2009. L'ondata di default e fallimenti generata dalle condizioni di stress economico a livello globale hanno portato ad una nuova fase di consolidamento nel settore bancario, accentrando sempre di più il potere nelle mani di poche istituzioni strategicamente orientate verso la clientela di grandi dimensioni. La nuova regolamentazione bancaria come il Dodd Frank Act ha notevolmente aumentato le incombenze amministrative di repor-

ting e il capitale di rischio necessario per operare, riducendo materialmente la capacità e gli incentivi per le banche a provvedere al finanziamento delle imprese, lasciando spazio ad operatori di mercato complementari. Il mercato Europeo inizia invece a svilupparsi solo dopo la crisi finanziaria del 2008. Nel periodo pre-crisi il ruolo delle banche commerciali nel finanziamento alle piccole medie imprese attraverso prestiti "senior" (forma di credito con maggiori garanzie e precedenza nella struttura di capitale rispetto ad altre tipologie di creditori) era preponderante, mentre altri operatori di mercato come i fondi d'investimento fornivano soluzioni di credito più rischiose a fronte di rendimenti più alti (come il Mezzanino, subordinato rispetto al credito senior nella struttura di capitale). Una fonte importante di finanziamento per le imprese era costituita dal mercato dei "Leveraged Loans" (prestiti bancari sindacati, ovvero forniti da un gruppo di banche, in operazioni di acquisizione - Leverage Buy-Out

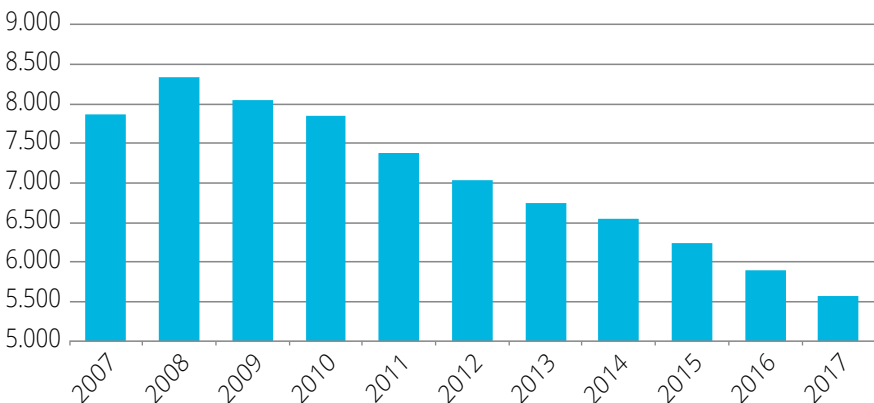
- da parte dei fondi di private equity), cresciuto esponenzialmente fino al 2007 in risposta anche al grande interesse degli investitori istituzionali nei CLOs (Collateralized Loan Obligations - ovvero cartolarizzazioni di prestiti a medio-grandi imprese, attraverso i quali è possibile assumere un'esposizione diversificata su circa 100-150 Leveraged Loans con un singolo strumento). Una volta scoppiata la crisi, si è assistito ad una drastica riduzione iniziale del volume di Leverage Loans e l'ondata di fallimenti ha portato ad un trend di consolidamento nel settore bancario, riducendo il credito alle imprese e il numero di istituzioni finanziatrici presenti sul mercato (Figura 9). L'introduzione di Basilea III nel 2014, con requisiti di capitale regolamentare maggiori, ha rappresentato un ulteriore fattore disincentivante per le banche, inibendo i canali classici di credito alle imprese. Il nuovo contesto ha portato le banche ad intraprendere un processo di ri-focalizzazione sulle attività "core" dei business

model, spingendo molte istituzioni internazionali a tornare nei loro mercati di riferimento locali. L'opportunità è stata prontamente colta dagli operatori di Direct Lending, che nel corso degli ultimi 10 anni hanno assistito ad uno sviluppo radicale delle opportunità sul mercato e colmato parte del gap di finanziamento lasciato dal mondo bancario.

Rischio, rendimento e diversificazione

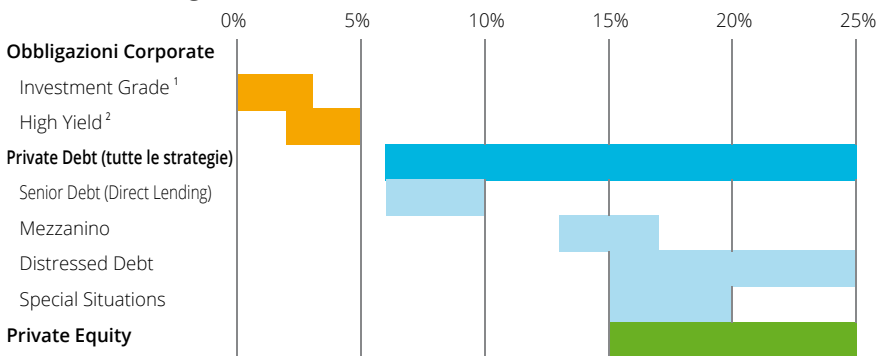
I rendimenti annui attesi, sul mercato del Private Debt, possono variare considerevolmente (dal 6% a oltre il 20%) a seconda della strategia presa in considerazione (*Cambridge Associates, Private Credit Strategies: An Introduction, settembre 2017*). Il Direct Lending rappresenta l'approc-

Figura 9
Numero di istituzioni finanziarie creditizie nell'Unione Europea



Fonte: ECB

Figura 10
Rendimenti target a confronto



Fonte: Cambridge Associates, Private Credit Strategies: An Introduction, Settembre 2017; Bloomberg

¹Yield-to-maturity dell'indice ICE BofAML A-BBB Euro Corporate Index nel periodo 2013 - 2018

²Yield-to-maturity dell'indice ICE BofAML BB Euro High Yield Index sul periodo nel periodo 2013 - 2018

cio più conservativo, con obiettivi di rendimento che partono dal 6% in versione “unlevered” (privi di leva finanziaria a livello di fondo), mentre spostandoci lungo la frontiera del rischio-rendimento, seguono le strategie del Mezzanino (13-17%), le Special Situations (15-20%) e in fine il Distressed Debt (15%-25%+), con livelli di rischio progressivamente più elevati.

Nella Figura 10 riportiamo i rendimenti sopra indicati mettendoli a confronto con quelli ottenibili sul mercato dei Corporate Bond (mercati pubblici) e attraverso l'investimento in fondi di private equity.

L'interesse degli investitori per le asset class d'investimento alternative come il Private Debt è riconducibile alla ricerca di flussi cedolari più elevati, ad una bassa correlazione con i mercati liquidi e soprattutto

a tassi di default più bassi di quelli altrimenti impliciti nel rischio di credito indicato dai livelli di spread. Per apprezzare queste caratteristiche, prendiamo un'analisi fatta da Nuveen LLC durante i primi mesi del 2018 su rendimenti storici, livelli di default e correlazioni per le strategie di Direct Lending e Mezzanino negli Stati Uniti (*Nuveen LLC, Private Debt: The opportunity for income and diversification with illiquid assets, 2018*). Lo studio mette a confronto i prestiti a piccole-medie imprese (Direct Lending) e il debito Mezzanino con le asset class tradizionali come le obbligazioni, le azioni, i leveraged loans e le obbligazioni corporate High Yield. Non essendo disponibile ad oggi un indice in grado di replicare a pieno le caratteristiche distintive dei prestiti fatti attraverso l'applicazione di strategie di Direct Lending, viene

Tabella 1**Rendimenti storici, tasso di default, tasso di perdita e tasso di recupero su prestiti a piccole medie imprese negli USA**

Asset Class	Rendimento		Periodo dal 1998 - 2015		
	Ultimo anno ¹	Storico (1 Luglio 2012 - 30 Giugno 2017)	Tasso di default	Tasso di recupero sui default (recovery rate)	Tasso di perdita (loss rate)
Prestiti a piccole medie imprese ²	6,54%	6,57%	3,42%	80,39%	0,67%
Loan sindacati ²	4,84%	5,36%	4,93%	76,05%	1,18%
High-Yield bond ³	5,84%	6,49%	4,45%	42,24%	2,84%

Fonte: "Private Debt: The opportunity for income and diversification with illiquid assets" (Nuveen, LLC sulla base di S&P Capital IQ LCD, S&P CreditPro, BoA Merrill Lynch, Churchill Asset Management, Nuveen LLC)

¹Rendimento effettivo dal 1 Gen al 29 Dec 2017

²Rendimenti storici basati sulla media a tre mesi delle nuove emissioni tra il 1 Luglio 2012 e il 30 Giugno 2017. Viene usato l'indice S&P/LSTA Leveraged Loan Index per rappresentare il rendimento dei Loan sindacati, mentre si intendono piccole medie imprese le società con EBITDA inferiore o uguale a \$50 milioni.

³Rendimento basato sulla media mensile dello "Yield to maturity". Viene preso come riferimento l'indice BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Index. L'indice non è investibile ed esclude costi di transazione e commissioni di gestione

utilizzato il segmento dei Leveraged Loans (prestiti sindacati - forniti da un gruppo di banche - in operazioni di acquisizione - Leverage Buy-Out - compiute dai fondi di private equity) fatti ad imprese con EBITDA inferiore o uguale a \$50 milioni come proxy per i prestiti a piccole-medie imprese (Direct Lending). Le differenze principali tra la proxy utilizzata e i prestiti facenti parte delle strategie di Direct Lending sono da ricercarsi nella maggiore illiquidità di questi ultimi, nei maggiori rendimenti solitamente offerti e nelle condizioni contrattuali più stringenti, che permettono al

Direct Lending di avere parametri di rischio-rendimento teoricamente migliori di quelli presentati in seguito. Rispetto agli strumenti di confronto, in Tabella 1 notiamo come i prestiti alle PMI (Piccole-Medie Imprese) siano in grado di fornire rendimenti storicamente più elevati (6,57% rispetto al 5,36% e al 6,49%) a fronte di un tasso di default più basso (3,42% rispetto al 4,93% e al 4,45%) e perdite ancora più contenute grazie agli alti tassi di recupero sui prestiti insolventi (80,39%). Queste differenze sono giustificabili grazie alle condizioni contrattuali più stringenti

Tabella 2

Rischio e rendimento di prestiti alle piccole medie imprese e dei fondi di debito Mezzanino USA rispetto ad altre Asset Class: 1998 - 2017*

Annualizzato	Prestiti a piccole medie imprese ¹	Mezzanino ²	Loan sindacati ³	Obbligazioni High Yield ⁴	Obbligazioni Globali ⁵	Azioni USA ⁶	Azioni non-USA ⁷
Rendimento	6,24%	9,08%	4,90%	6,74%	4,55%	7,01%	5,57%
Deviazione standard	6,98%	6,99%	8,50%	10,12%	6,20%	17,24%	20,00%
Sharpe ratio	0,61	1,02	0,35	0,47	0,42	0,29	0,18

Fonte: "Private Debt: The opportunity for income and diversification with illiquid assets" (Nuveen LLC, sulla base di Cambridge Associates, S&P Capital IQ LCD, Morningstar, Nuveen, LLC)

*Rendimenti su base trimestrale nel periodo 31 Marzo 1998 - 30 Giugno 2017

¹ Prestiti a compagnie con EBITDA inferiore o uguale a \$50 milioni presenti all'interno del S&P/LSTA Leveraged Loan Index

² Rendimenti sulla base dei fondi di debito Mezzanino monitorati da Cambridge Associates

³ S&P/LSTA Leveraged Loan Index

⁴ Bank of America Merrill Lynch US High Yield Index

⁵ Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index

⁶ Russel 3000 Index

⁷ MSCI ACWI EX USA IMI Index

a cui le PMI devono sottostare e al numero di finanziatori, solitamente più contenuto rispetto a transazioni di maggiore dimensione, in grado di vantare un maggiore potere contrattuale in situazioni di ristrutturazione o risoluzione del debito. In Tabella 2 vediamo come anche dal punto di vista dei rendimenti aggiustati per il rischio (Sharpe Ratio), sia i prestiti alle PMI (0,61) che il debito Mezzanino (1,02) presentino valori migliori rispetto ai Loan sindacati (Leveraged Loans ad imprese con EBITDA maggiore o uguale a \$50 milioni), alle obbligazioni High Yield e alle obbligazioni globali, con valori rispettivamente di 0,35, 0,47 e 0,2. Notiamo

inoltre come sebbene le obbligazioni High Yield abbiano un rendimento superiore rispetto ai prestiti alle PMI (6,74% vs 6,24%), questi ultimi presentano livelli di volatilità più bassi (6,98% vs 10,12%). Dal punto di vista della diversificazione, i valori indicano come i prestiti alle PMI offrano forti benefici grazie ad una correlazione negativa con le obbligazioni globali e moderata nei confronti dei titoli azionari statunitensi. Notiamo infine come le correlazioni dei prestiti alle PMI rispetto alle altre asset class risultino migliori anche quando confrontate con i valori dei Loan sindacati e delle obbligazioni High Yield (Figura 11).

Figura 11**Correlazione di prestiti a piccole medie imprese e dei fondi di debito Mezzanino USA con le altre Asset Class: 1998 - 2017***

	Prestiti a piccole medie imprese ¹	Mezzanino ²	Loan sindacati ³	Obbligazioni High Yield ⁴	Obbligazioni Globali ⁵	Azioni USA ⁶
Mezzanino	0,45					
Loan sindacati	0,91	0,46				
Obbligazioni High Yield	0,75	0,44	0,85			
Obbligazioni Globali	-0,11	0,01	-0,05	0,06		
Azioni USA	0,52	0,63	0,55	0,68	-0,12	
Azioni non-USA ⁷	0,54	0,63	0,59	0,71	0,11	0,88

Fonte: "Private Debt: The opportunity for income and diversification with illiquid assets" (Nuveen LLC, sulla base di Cambridge Associates, S&P Capital IQ LCD, Morningstar, Nuveen, LLC)

*Rendimenti su base trimestrale nel periodo 31 Marzo 1998 - 30 Giugno 2017

¹ Prestiti a compagnie con EBITDA inferiore o uguale a \$50 milioni presenti all'interno del S&P/LSTA Leveraged Loan Index

² Rendimenti sulla base dei fondi di debito Mezzanino monitorati da Cambridge Associates

³ S&P/LSTA Leveraged Loan Index

⁴ Bank of America Merrill Lynch US High Yield Index

⁵ Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index

⁶ Russel 3000 Index

⁷ MSCI ACWI EX USA IMI Index

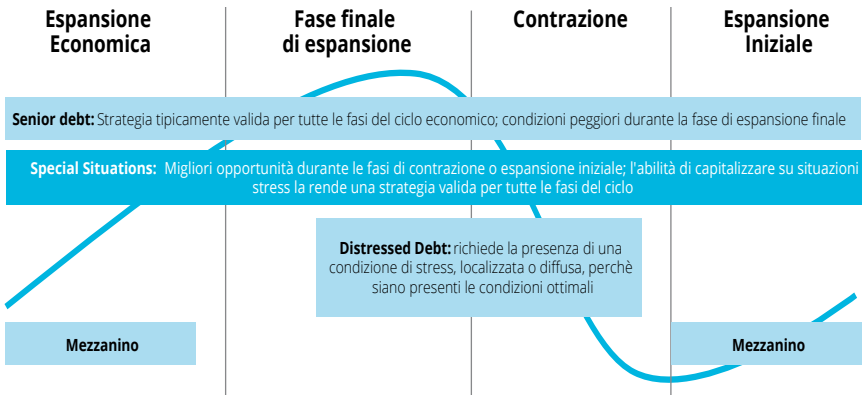
Strategie d'investimento

Come già espresso nel paragrafo introduttivo, il mercato del Private Debt offre una gamma di strategie ampia e variegata che richiede una profonda conoscenza del settore per comprendere fino in fondo i rischi idiosincrici e beneficiare a pieno delle caratteristiche di diversificazione proprie di ogni strategia. I fondi e gli operatori di Private Debt sono in grado di soddisfare il bisogno di finanziamento dell'azienda attraverso le diverse fasi di cre-

scita, durante operazioni di finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni) e in fase di stress, durante periodi di difficoltà legati ai diversi stadi del ciclo economico. In un contesto caratterizzato da bassi tassi d'interesse e con prospettive di graduale rialzo nel medio termine, la possibilità di investire in strumenti di debito generalmente a tasso variabile, con spread vantaggiosi (grazie al premio per l'illiquidità) rispetto ai mercati obbligazionari liquidi e probabilità di default poten-

Figura 12

Strategie d'investimento in Private Debt e ciclo economico

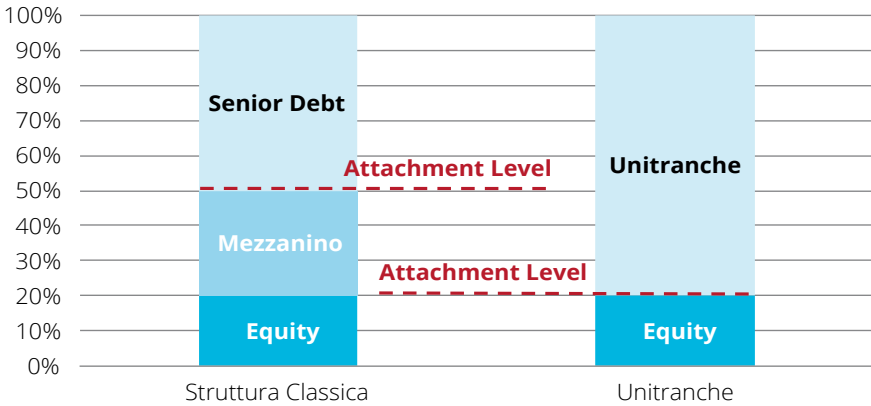


Fonte: Cambridge Associates, Private Credit Strategies: An Introduction, settembre 2017

zialmente scollegate da dinamiche prettamente di mercato, rappresenta un'opportunità interessante per l'investitore istituzionale. Possiamo catalogare le diverse strategie sotto due macro categorie: preservazione del capitale o massimizzazione del rendimento (*Cambridge Associates, Private Credit Strategies: An Introduction, Settembre 2017*). Nel primo caso parliamo di strategie, "senior debt" (Direct Lending) e "mezzanino", che intendono fornire ritorni stabili minimizzando le perdite, mentre nel secondo caso, "distressed" e "special situations", dove mediante strutture più flessibili, l'obiettivo è rappresentato dalla massimizzazione dei ritorni attraverso l'apprezzamento del capitale. Di seguito in Figura 12 possiamo apprezzare le fasi del ciclo economico che meglio si prestano all'implementazione di ognuna di queste strategie.

Preservazione del capitale

Senior debt (direct lending) Il debito "Senior" rappresenta la strategia d'investimento più conservativa per l'investitore di Private Debt ed utilizzabile attraverso tutte le fasi del ciclo economico, in quanto beneficia delle maggiori garanzie rispetto ad altre forme di finanziamento e permette di ottenere rendimenti che generalmente possono variare tra il 6% e il 10% (senza leva finanziaria). Questa è la strategia privilegiata da fondi tipicamente di "Direct Lending" e strettamente collegata con le transazioni di Leverage Buy-Out sponsorizzate dai fondi di private equity. Questi ultimi individuano società di dimensioni relativamente contenute (Ebitda mediamente tra i €10-200m), con business solidi e flussi di cassa stabili in grado di sopportare il peso del debito assunto per sviluppare piani indu-

Figura 13**Strutture di capitale nel Direct Lending: Senior Debt vs Unitranche**

strutturali di crescita e raggiungere gli obiettivi necessari per la creazione del valore (acquisizioni, internazionalizzazione etc.). Il Direct Lender assume la funzione, un tempo occupata dalle banche, di fornitore del finanziamento necessario in questo tipo di operazioni. Il successo dei fondi di Direct Lending all'interno del business model così definito è riconducibile alla capacità di finanziamento (sviluppata soprattutto negli ultimi anni grazie alla crescita del mercato e all'afflusso di capitali), alla flessibilità dei termini contrattuali offerti in base alle necessità dell'operazione e soprattutto alla velocità di esecuzione, spesso necessaria all'interno di processi d'asta competitivi propri delle operazioni di private equity, in cui un fondo si troverà a dover valutare in brevi periodi di tempo (solitamente dalle 3-6 settimane) l'investimento oggetto d'asta

e avrà bisogno di poter contare su un soggetto finanziatore in grado di garantire la riuscita dell'operazione senza sorprese dell'ultimo minuto. Il termine "Senior Debt" in questa forma, garantisce la precedenza in situazioni di liquidazione aziendale e rimborso del capitale rispetto al credito mezzanino, rendendolo la forma di finanziamento più sicura nel mondo del Private Debt, ma non permette di apprezzare interamente il rischio a cui l'investitore si espone. Sarà fondamentale distinguere fra transazioni "Secured", ovvero garantite da asset che fanno parte del perimetro societario e quindi meno rischiose, e "Unsecured", dove in fase di liquidazione non si avrà la possibilità di vantare nessuna prelazione su beni tangibili di proprietà dell'azienda. Le transazioni "Senior Secured" sono le più comuni nel Direct Lending. Una

Tabella 3

Caratteristiche del Senior Debt (Direct Lending) a confronto con Leveraged Loans e Obbligazioni High Yield

	SINDACATO		PRIVATO
Strumento	Leveraged Loans	Obbligazioni High-Yield	Direct Lending
Capitale di rischio	private equity Sponsor	Generalmente azionariato	private equity / Business Familiare
EBITDA (€m)	>200	>300	10-200
Vendite (€m)	>1000	>1000	50-800
Debito (€m)	>500	>500	<400
Numero di investitori	>20	>100	<3
Cedole	Variabili	Fisse	Variabili
Spread medio (basis points)	341 ¹	233 ²	550 ³
Valutazioni	Mercato	Mercato	Costo
Liquidità	Media	Media/Alta	Bassa
Rating medio	B/BB	B/BB	Non Retate
Durata in anni	3-6	5-10	3-6

Fonte: Private Debt Investor - Understanding Private Debt in Europe; Bloomberg

¹ OAS dell'indice Credit Suisse WELLI Index al 30 Aprile 2018

² OAS dell'indice ICE BofAML BB Euro High Yield Index al 30 Aprile 2018

³ Spread medio sul mercato del Direct Lending secondo lo studio Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Spring 2018

struttura alternativa oggi spesso utilizzata sul mercato è quella "Unitranche", dove il fondo di Direct Lending fornirà un finanziamento che copre l'intera struttura di capitale al di sopra dell'Equity, mantenendo quindi

la priorità rispetto agli investitori nel capitale di rischio, ma abbassando il punto di perdita iniziale (anche detto "attachement level") rispetto alle strutture di senior debt (Figura 13). La struttura Unitranche semplifica le

fonti di finanziamento per impresa e private equity a fronte di un maggiore rendimento (costo) e termini contrattuali che in alcuni casi prevedono la partecipazione del finanziatore al potenziale futuro apprezzamento del capitale di rischio attraverso strumenti di partecipazione tipicamente azionaria (cd. "equity kickers").

I rischi principali nelle strategie di Senior Debt, oltre al rischio di credito più tradizionale, sono riconducibili allo stretto legame con il ciclo di M&A e alla competizione in aumento sul mercato, che in futuro potrebbe portare ad erodere i termini contrattuali di molte transazioni e comprimere i rendimenti. Di seguito riportiamo una tabella di confronto (Tabella 3) fra strategie di credito cosiddette "sindacate" Europee come i Leveraged Loans e gli High-Yield Bonds (rating sub-investment grade), dove una pluralità di banche fornisce il credito all'azienda richiedente, rispetto a strategie di debito privato come il Direct Lending, dove come già detto sa-

ranno uno o più fondi d'investimento a fornire il credito alla compagnia.

Mezzanino La strategia di debito Mezzanino trova le migliori condizioni di applicazione durante la fase iniziale e di espansione del ciclo economico, con rendimenti che vanno dal 13% al 17% e viene tipicamente utilizzata da manager specializzati nel fornire capitale "junior" (o secondario) rispetto al debito senior, ma con precedenza rispetto al capitale di rischio della compagnia. Come per le transazioni di Direct Lending, anche il debito Mezzanino viene spesso strutturato all'interno di operazioni di Buy-Out o di acquisizione. Le emissioni sono solitamente caratterizzate da cedole più alte rispetto al debito senior (vista la maggiore rischiosità) e generano rendimenti maggiori grazie alle sanzioni applicate in caso di rimborso anticipato del capitale, dagli interessi PIK (Paid in Kind) che possono essere usati dal debitore per differire il pagamento degli interessi nel tempo (cumulati al debito finale)

e da strumenti di partecipazione al capitale di rischio (es. warrants) che consentono all'investitore di partecipare al potenziale apprezzamento futuro dell'Equity. I rischi principali di questa strategia sono legati all'incapacità di raggiungere l'obiettivo legato al business plan o operazione finanziata (fusione, acquisizione, rifinanziamento etc.), alla possibilità di negoziare termini contrattuali più o meno stringenti, alla dilazione dei pagamenti e in fine al default della società debitrice.

Massimizzazione del rendimento Distressed debt La strategia del Distressed Debt è utilizzata prevalentemente quando l'economia riversa in condizioni di stress, ed è pertanto più frequente durante la fase finale di espansione del ciclo economico o in quella seguente di contrazione, quando le condizioni di mercato sono caratterizzate da una crescita dei tassi di default e il numero di società che necessitano di rifinanziamenti o ristrutturazione

del proprio debito aumenta. I manager di questo settore cercano di generare rendimenti più simili a quelli del private equity (dal 15%-20% circa, fino anche al 30%) che a quelli standard di una strategia di credito e sono generalmente nella fascia tra il 15% e il 25%+. Nella grande maggioranza dei casi si acquistano asset "non-performing" (che non pagano interessi) a forte sconto (solitamente maggiore del 50%) rispetto al loro valore nominale, puntando a massimizzare il rendimento attraverso l'apprezzamento del capitale piuttosto che con gli interessi derivanti dai flussi cedolari. La selezione degli investimenti avverrà attraverso un'analisi molto approfondita degli asset in questione, confrontando la probabilità che una ristrutturazione, liquidazione degli asset aziendali, rifinanziamento o altro evento positivo ("catalyst", come ad esempio un miglioramento delle prospettive economiche grazie all'acquisizione di una nuova commessa/contratto) possano verificarsi per generare i

rendimenti attesi, rispetto all'eventualità negativa di un default della società. Essendo una tipologia di investimento in cui il manager del fondo assume un coinvolgimento nella vita aziendale molto significativo, i gestori che implementano questa strategia dovranno possedere competenze molto diversificate: da un'esperienza legale specializzata, per comprendere a pieno procedure di risoluzione, diritti e strumenti a loro disposizione per gestire situazioni aziendali complesse, fino a creatività e forti capacità di negoziazione per sviluppare soluzioni innovative e raggiungere un accordo con gli azionisti e gli altri creditori e impostare il rilancio della società. I rischi principali di questa strategia sono riconducibili alla molteplicità di controparti interessate nelle trattative, come azionisti, management della compagnia, creditori o in alcuni casi persino un giudice di tribunale poco collaborativo, che possono influenzare la riuscita dell'operazione compromettendone il risultato finale.

Special situations I gestori di fondi Special Situations investono sul mercato opportunisticamente attraverso un'ampia gamma di strumenti. L'obiettivo è spesso quello di sfruttare dislocazioni sul mercato del credito legate alla scarsa liquidità di uno strumento, alla presenza di venditori forzati o di altre situazioni idiosincratice, ricercando società o asset ancora "performing" (in grado di pagare i flussi cedolari) ma in condizioni di stress, sottovalutate dal mercato per ragioni legate ad uno specifico evento della vita aziendale (es. cessione di un ramo di azienda non valutato positivamente dal mercato, una causa legale o l'approvazione di un farmaco da parte delle autorità). La strategia opera attraverso un'ampia gamma di strumenti che possono spaziare dall'acquisto di un bond sul mercato all'emissione di un prestito diretto (collateralizzato o non-collateralizzato), alla fornitura di linee di credito di breve termine, a strategie di Distressed Debt o anche a strumenti di credito strutturato (cartolarizzazioni).

Tabella 4

Tabella riassuntiva delle strategie di Private Debt

	PRESERVAZIONE DEL CAPITALE	
	SENIOR DEBT	MEZZANINO
Anche conosciuto come	Direct Lending	Capitale Subordinato
Strategia	Preservazione del capitale attraverso la strutturazione di debito senior provvisto di forti tutele per l'investitore	Emissione di debito "junior" o subordinato rispetto al debito senior
Driver di rendimento	Cedole	Cedole + commissioni + strumenti di partecipazione all'equity
Rendimenti target	6% - 10% senza leva	13% - 17%
Periodo d'investimento (anni)	2-3	4-5
Durata del fondo (anni)	5-8	8-10
Competizione	Intensa competizione da parte di altri operatori di Direct Lending, CLOs e alcuni Hedge Fund	Competizione sulla copertura dei diversi fondi di private equity
Abilità di influenzare il processo di ristrutturazione in caso di default	La capacità di influenzare il processo è correlata con il numero di creditori in una transazione. Spesso essere l'unico finanziatore significa avere maggiore controllo	Durante le fasi di stress il finanziatore mezzanino dovrà allinearsi o con l'Equity o con il debito senior

Fonte: Cambridge Associates - Private Credit Strategies: An Introduction, settembre 2017

Come nel caso del Distressed Debt, anche i fondi di Special Situations acquistano gli asset a sconto rispetto al valore nominale, sebbene a livelli di rendimento atteso inferiori rispetto ai Distressed, in quanto le società oggetto della loro attenzione non necessariamente versano in condizioni di forte stress e puntano su un evento positivo futuro ("catalyst"), come

un rifinanziamento, una fusione o acquisizione, per sbloccare il valore dell'investimento e realizzare i rendimenti desiderati. Se li confrontiamo sempre con i loro "cugini", i fondi di Distressed Debt, notiamo come i fondi Special Situation generino una maggiore parte del rendimento finale attraverso i flussi legati agli interessi, che spesso rappresentano circa il 40-

MASSIMIZZAZIONE DEL RENDIMENTO	
DISTRESSED DEBT	SPECIAL OPPORTUNITIES
Distressed Debt	Credit Opportunities
Acquisto di debito in condizioni di stress o in fase di ristrutturazione	Molteplicità di strategie e soluzioni per ogni fase del ciclo economico e necessità di finanziamento
Recupero del prezzo del debito, cedole e/o ristrutturazione del credito, partecipazione al nuovo equity	Cedole, commissioni in fase di strutturazione, discount sul prezzo e partecipazione all'equity
15% - 25%+	15% - 20%
2-3	2-4
6-10	5-7
Alta competizione da parte degli Hedge Funds e dai fondi di special situations	La competizione varia ma è più alta sui trade che richiamano maggiore attenzione e capitale da diversi operatori in diversi settori
Può essere molto alta ed è spesso parte della strategia del manager	Simile a quella dei fondi di Distressed Debt con possibilità di assumere il controllo della compagnia se necessario

50% del rendimento rispetto al 20-30% nei fondi Distressed. L'elemento caratterizzante di questa strategia è l'ampia gamma di strumenti a disposizione per sfruttare le opportunità sul mercato così come si presentano. Per questo motivo i fondi di Special Situations rappresentano una strategia valida per ogni fase del ciclo economico e risulteranno particolar-

mente attivi durante le prime fasi di contrazione/recessione. I rendimenti attesi di questa strategia sono generalmente inferiori rispetto a quelli del Distressed Debt, attestandosi tra il 15% e il 20% circa. I rischi principali per un fondo di Special Situations sono legati all'ampiezza della strategia gestita. Manager con focus su una nicchia di mercato potrebbero

trovarsi di fronte ad un aumento della competitività e ad un restringimento delle opportunità d'investimento, mentre gestori con maggiore flessibilità operativa potrebbero sopravvalutare le proprie competenze investendo in nuove opportunità che in realtà sono a loro poco familiari, mal interpretando il rapporto rischio-rendimento dell'investimento. Ricordiamo inoltre, che la riuscita di queste strategie si fonda sempre sul verificarsi di un evento risolutivo delle condizioni di stress o illiquidità in cui versa la compagnia, il cui venir meno può compromettere seriamente il risultato dell'attività d'investimento.

Due Diligence

La valutazione di un fondo di private debt è un processo articolato che richiede un'adeguata conoscenza del settore e familiarità con le strategie poste in essere dai gestori oggetto di indagine. Ognuna delle strategie descritte in precedenza possiede peculiarità e caratteristiche uniche, con diverse sfaccettature a seconda

del gestore, che potranno essere apprezzate e valutate appropriatamente se provvisti di un'adeguata esperienza di mercato. Questa attività di selezione necessita di ampie risorse e competenze per analizzare il grande numero di manager presenti sul mercato e identificare quelli posizionati al meglio per raggiungere gli obiettivi di rendimento dell'investitore. La struttura della due diligence per un fondo di Private Debt possiede diversi punti di raccordo con le analoghe attività svolte per l'analisi dei fondi di private equity e comprenderà una valutazione dell'organizzazione, della strategia e delle performance ottenute in passato dal gestore. Rispetto all'organizzazione, è spesso necessario comprendere la storia della compagnia di gestione (come è stata fondata e provenienza dei soci fondatori), l'esperienza del personale rilevante (partners e investment managers), sistemi incentivanti alla performance (parte fissa e variabile dello stipendio di un manager), struttura del processo d'investimento e

livello di accentramento del potere decisionale, la capacità di reperire opportunità sul mercato (anche detta "sourcing"), una valutazione delle caratteristiche economiche dell'iniziativa (costi di gestione e di performance) e una due diligence operativa che verifichi la presenza dei requisiti legali necessari per operare e di una corporate governance adeguata (es. compliance, compagnia di revisione, procedure di reporting di back office etc.). Si valuterà poi la strategia della compagnia, cercando di comprenderne il mercato di riferimento, il contesto competitivo, le strutture utilizzate per operare e se viene posta attenzione a tematiche di sostenibilità ESG ("Environmental, Social and Governance"). In fine verrà analizzata la performance storica del manager sia da un punto di vista del rendimento che di analisi dei tassi di insolvenza ("default rate") e di perdita effettiva ("Loss rate"), andando a valutare come siano stati raggiunti gli obiettivi sia in termini assoluti che rispetto ai "peer" di mercato. Di

seguito riportiamo alcune caratteristiche tipiche riscontrabili attraverso un processo di Due Diligence su un fondo di Direct Lending (*PEI Alternative Insight, Private Debt Investor: Understanding Private Debt in Europe, 2015*).

Conclusioni

Il Private Debt è oggi una branca degli investimenti alternativi in forte crescita che offre soluzioni interessanti per l'investitore istituzionale e con risvolti positivi evidenti anche sull'economia reale. Le imprese, da sempre obbligate a relazionarsi unicamente con le banche per soddisfare i propri fabbisogni finanziari, sono oggi in grado di interfacciarsi con una molteplicità di operatori e hanno accesso ad una maggiore varietà di soluzioni per supportare i propri piani di crescita. Gli investitori, come visto nei paragrafi precedenti, possono ottenere rendimenti superiori rispetto ai mercati obbligazionari quotati, con volatilità ridotta e, grazie alle correlazioni contenute rispetto alle altre asset class,

Tabella 5**Elementi caratteristici di un fondo di direct lending**

Periodo d'investimento	Dopo la sottoscrizione del fondo, il capitale verrà tipicamente richiamato durante i primi 3 anni dalla chiusura delle attività di "fund raising". In questo contesto non è inusuale trovare fondi in grado di investire tutto il capitale in 12-18 mesi. Più sarà rapida questa prima fase maggiori saranno gli interessi percepiti e il beneficio per l'investitore.
Durata degli investimenti	La "maturity" o durata di un investimento in Direct Lending è solitamente di 5-6 anni, con rimborso intero del capitale alla data di scadenza (modalità "bullet"). Detto ciò, le società tendono a ripagare in anticipo i loro debiti, accorciando la vita media dell'investimento a 3-4 anni.
Durata del fondo	Un fondo di Direct Lending ha tipicamente una durata di 8 anni, di cui 3 per il periodo d'investimento e 5 per la fase di rimborso del capitale. A questi potranno aggiungersi estensioni della vita del fondo, solitamente una o due da un anno ognuna, per dare la possibilità al manager di gestire eventuali casi di insolvenza.
Liquidità e reinvestimento	Come detto sopra, il debitore può ripagare in anticipo il proprio debito, esponendo l'investitore al rischio di reinvestimento e influenzando il rendimento finale. Si potrà ovviare a questo problema attraverso l'allocazione scaglionata nel tempo a diversi gestori, raggiungendo così l'ammontare medio investito desiderato.
Percentuale di allocazione effettiva	La percentuale d'investimento raggiunta da un fondo di Direct Lending non è solitamente del 100% rispetto alla sottoscrizione fatta, bensì si attesta tra il 90-100% del valore impegnato. Questo accade in quanto i gestori, che come detto forniscono il credito all'interno di transazioni di Leverage Buy-Out fatte da fondi di private equity, mantengono delle linee di credito separate ("undrawn facilities") e utilizzate dal fondo di private equity solo in caso di necessità.
Commissioni di strutturazione	Vista la natura illiquida dell'investimento e la forma privata della transazione, i fondi ricevono spesso una commissione di strutturazione che si attesta tra l'1.5% e il 3% del capitale prestato, con impatto positivo importante sul rendimento per l'investitore.

Cedole	Le cedole (o "cash yield") dipenderanno dal valore contrattato e dalle commissioni di strutturazione pagate al manager. Le commissioni, ricevute una tantum all'inizio del prestito, faranno sì che i flussi cedolari siano più alti durante la fase iniziale del periodo d'investimento, per poi ridursi in seguito. Un fondo di Direct Lending ha solitamente una cedola che si attesta intorno al 4-5%.
Costi amministrativi e di reporting	I costi di set-up e amministrativi sono simili a quelli di altri investimenti alternativi, mentre operativamente un fondo di Direct Lending avrà una maggiore frequenza di flussi di cassa (richiami di capitale, pagamenti anticipati, distribuzioni di interessi) rispetto ad un fondo di private equity.
Costi di gestione	I costi di gestione ("management fees") variano spesso tra l'1% e il 2% e possono essere applicati sul capitale sottoscritto o sul capitale investito. Quest'ultima modalità sarà la preferita dagli investitori in quanto il manager sarà maggiormente incentivato ad investire il capitale nel minor tempo possibile. D'altro canto è necessario monitorare attentamente questa condizione, visto che l'incentivo ad investire in tempi brevi, potrebbe portare il manager ad abbassare i criteri di ammissibilità degli investimenti, creando alla fine un effetto controproducente per l'investitore.
Covenant (indicatori finanziari)	I covenant sono indicatori finanziari utilizzati dal creditore all'interno del contratto di finanziamento per tenere sotto controllo l'attività del debitore ed evitare che un deterioramento delle condizioni economico finanziarie dell'azienda pregiudichino il rimborso del capitale o il pagamento delle cedole. Tra i diversi indicatori più utilizzati troviamo ad esempio il DEBITO / EBITDA e "interest coverage ratio", ovvero EBITDA / INTERESSI DA PAGARE. Per ognuno di questi verrà fissato un livello limite che se superato potrà determinare o il default formale del debitore o l'avvio di procedure per ripristinare le condizioni di partenza. In media le transazioni di Direct Lending possiedono da 2-4 covenant ma la competitività degli operatori per aggiudicarsi una transazione può portare ad una riduzione del numero di covenant o addirittura alla loro assenza. Per questo motivo la statistica sul numero medio di covenant utilizzati è uno dei principali indicatori per comprendere il tenore delle condizioni di finanziamento presenti sul mercato. Dal punto di vista dell'investitore, un numero di covenant maggiore rappresenta un'ulteriore garanzia nel caso in cui le condizioni economiche dovessero peggiorare.
Duration dei tassi e Spread	La duration, o sensibilità del prezzo di un bond al variare dei tassi d'interesse è molto bassa per i prestiti di Direct Lending, in quanto la quasi totalità delle operazioni viene strutturata a tasso variabile più uno spread e con la presenza di un "floor" (livello del tasso al di sotto del quale la componente variabile non può scendere, spesso tra lo 0,75% e l'1%). Questa caratteristica, accoppiata a livelli di spread che mediamente si aggirano tra i 500 e i 650 punti base, rendono la strategia molto appetibile rispetto alle altre alternative sul mercato del credito.

<p>Transazioni sponsorizzate e non-sponsorizzate</p>	<p>Le transazioni sponsorizzate rappresentano la gran parte del mercato del Direct Lending e come detto consistono nella presenza di un private equity che gestisce come socio di maggioranza la compagnia beneficiaria del finanziamento. Questa rappresenta una caratteristica molto importante da valutare attentamente prima di un investimento in quanto avere all'interno della compagine sociale un fondo di private equity significherà beneficiare di una gestione professionale dell'azienda (dalla contabilità finanziaria alla governance aziendale), riducendo significativamente i rischi per l'investitore di credito. La presenza di un private equity in un'operazione di Direct Lending fornisce anche un'ulteriore cuscinio di sicurezza in quanto se le condizioni economiche della compagnia dovessero deteriorare, esiste una probabilità maggiore che lo stesso fondo di private equity possa sopperire ad eventuali necessità di ricapitalizzazione.</p>
<p>Perimetro d'investimento</p>	<p>Alcuni degli elementi di rischiosità possono essere così declinati:</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Focus Geografico: valutare il rischio di cambio se una transazione è in valuta estera (es. UK - grossa fetta del mercato del Direct Lending). La relazione tra creditore e debitore è importantissima in questo settore viste le necessità di monitoraggio e collaborazione continua richieste da questa strategia al gestore. I manager più solidi avranno pertanto un focus e presenza locale o saranno dotati di una piattaforma internazionale ma pur sempre dotata di uffici su base nazionale. ● Struttura del debito: come detto in precedenza le strutture offerte all'interno di questa strategia possono variare dal debito senior, alla variante "unitranche" (singola struttura di debito) fino a soluzioni di debito Mezzanino con caratteristiche di partecipazione simili a quelle del capitale azionario. È pertanto fondamentale per l'investitore comprendere a fondo le caratteristiche strutturali degli investimenti selezionati. ● Età della società: le compagnie oggetto d'investimento potranno possedere sia una storia comprovata che essere di costituzione più recente. ● Settori: la concentrazione tenderà ad essere in settori non-ciclici e più difensivi, con flussi stabili e prevedibili, come l'healthcare, le utilities, società nel settore industrial e nel software. Le esposizioni a settori ciclici come il retail sono meno frequenti e vanno monitorate con attenzione.

Fonte: PEI Alternative Insight, Private Debt Investor: Understanding Private Debt in Europe, 2015

raggiungere una diversificazione di portafoglio molto interessante. I flussi cedolari generalmente elevati e la natura variabile delle cedole, in grado di fornire copertura rispetto al rischio di rialzo dei tassi di interesse, sono alcune delle caratteristiche principali che rendono lo strumento appetibile sia rispetto all'attuale contesto di mercato, in cui viene progressivamente meno il supporto fornito dalla politica monetaria delle banche centrali, che da un punto di vista economico. Tuttavia, è importante comprendere quali siano i rischi che possono presentarsi all'orizzonte se prendiamo in considerazione l'attuale fase di congiuntura economica e il contesto in cui si sta sviluppando il mercato. Il forte interesse riscontrato su molte strategie alternative, generato dalla ricerca di rendimenti più elevati in un mondo caratterizzato da mercati obbligazionari con ritorni anche negativi, ha fatto sì che il capitale oggi a disposizione dei gestori ("dry powder") lievitasse vertiginosamente. Se da un lato questo è un bene per

la crescita del settore e per le aziende, dall'altro favorisce lo sviluppo di comportamenti troppo aggressivi nel processo di erogazione del credito, non sempre facilmente intercettabili dagli investitori. Come in tutti i mercati, la pressione ad impiegare il capitale, in un contesto caratterizzato da una competizione crescente, fa sì che le condizioni di erogazione vadano pian piano deteriorandosi, con garanzie progressivamente inferiori per i creditori e con una pressione al ribasso sui rendimenti. L'investitore che oggi si affaccia per la prima volta sul mercato del credito privato dovrà confrontarsi da un lato con un'economia sempre più vicina al punto di estensione massima, maggiormente esposta a una possibile inversione e conseguente aumento dei tassi di default, dall'altro con condizioni di finanziamento in deterioramento a fronte di un profilo di rischio rendimento relativamente meno interessante. Va inoltre ricordato come gli investimenti in questione siano rappresentati da partecipazioni in fon-

di chiusi, che spesso non danno la possibilità di cedere le proprie quote se non gravati da un processo di approvazione legale da parte del gestore e a fronte di uno sconto spesso consistente sul valore stesso delle quote. Quanto appena discusso non toglie attrattività all'opportunità d'investimento nel Private Debt, ad oggi ancora in grado di offrire una gamma di strategie complementari rispetto al tipico portafoglio dell'investitore istituzionale e rendimenti interessanti grazie ad un premio per l'illiquidità ancora attraente. La soluzione ai problemi evidenziati sarà da ricercarsi in un'attenta diversificazione di portafoglio, selezionando gestori con un processo d'investimento diligente attraverso tutte le fasi del ciclo economico, con preferenza verso strutture garantite "senior secured" o attraverso l'implementazione di strategie di Distressed Debt o Special Situations, meglio posizionate per trarre beneficio da un possibile peggioramento delle condizioni economiche generali.

Lo sviluppo futuro del Private Debt continuerà ad essere supportato dal trend di regolamentazione bancaria che ne ha favorito la crescita dopo la crisi e che ad oggi non sembra attenuarsi. Se il Private Debt così come lo abbiamo descritto in precedenza è un'opportunità d'investimento prevalentemente orientata all'investitore istituzionale, l'innovazione regolamentare attraverso gli ELTIF (European Long Term Investment Funds - recentemente disciplinati anche in Italia) e tecnologica derivante dal mondo "Fintech" (basta pensare a piattaforme di "peer-to-peer lending" come Borsadelcredito.it, in grado di mettere in contatto privati e aziende) potranno fornire valide alternative anche per il mondo retail.

**Lo sviluppo futuro
del Private Debt
continuerà ad essere
supportato dal trend
di regolamentazione bancaria
che ne ha favorito
la crescita dopo la crisi**

CAPITOLO 5

MINIBOND

di Matteo Costa

Negli ultimi anni, all'interno dell'ambito del private debt, si è assistito ad un interesse sempre maggiore verso lo strumento finanziario del minibond. Grazie alle recenti innovazioni normative introdotte dal 2012 in poi, il minibond sta riscontrando un appeal crescente tra le PMI italiane non quotate come strumento di raccolta di fondi alternativo al tradizionale canale bancario e come primo passo verso il mercato dei capitali. L'opzione del minibond quale fonte di finanziamento alternativa e complementare ai tradizionali prodotti bancari, infatti, riveste un ruolo sempre più rilevante da parte di società di capitale o cooperative che decidono di adottare questo strumento in preparazione a successive operazioni sul mercato mobiliare, come la quotazione in borsa ed eventuali ingressi nel capitale di fondi di private equity. Sono sempre di più, infatti, le imprese di piccole e medie dimensioni italiane che decidono di intraprendere l'iter di emissione di prestiti obbligazionari sottoscritti da investitori professio-

nali e qualificati che, investendo con una logica di "buy and hold", possono contribuire alla crescita delle società emittenti ed intraprendere con il management delle stesse dei percorsi di sviluppo della cultura finanziaria. Una particolare attenzione è riservata alle emissioni sotto i 50 milioni di euro che in Italia coinvolgono la maggior parte delle transazioni, in coerenza con il tessuto tipico delle PMI e microimprese che caratterizza l'Italia. Nonostante le attuali condizioni favorevoli di accesso al credito offerte dal sistema bancario come conseguenza dei tassi di interesse ai minimi storici, si è assistito ad un rafforzamento progressivo ed uno sviluppo costante del mercato dei minibond. Nel 2017 il segmento professionale di ExtraMOT PRO gestito da Borsa Italiana, listino dedicato alle obbligazioni delle imprese di taglia media e small e principalmente ai minibond, ha fatto registrare scambi e transazioni record sia come numero di operazioni effettuate sia come controvalore totale delle emissioni. Al

31.12.2017 i titoli quotati erano 201 per un controvalore nominale complessivo di oltre 10,5 miliardi di euro (outstanding emesso) ed un capitale raccolto di quasi 14,7 miliardi di euro (*Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano*).

Definizione dello strumento e specificità di investimento

I minibond sono degli strumenti finanziari innovativi che comprendono principalmente obbligazioni (titoli obbligazionari) o, in generale, titoli di debito a medio-lungo termine e cambiali finanziarie emessi da società di diritto italiano non quotate in mercati borsistici. Tipicamente le aziende target delle emissioni di minibond sono soprattutto società di piccole e medie dimensioni, cosiddette PMI, che grazie a questo strumento possono reperire fondi da investitori professionali e qualificati che credono nei loro progetti in cambio di titoli di credito. Generalmente i proventi delle emissioni (use of proceeds)

sono destinati a piani di sviluppo aziendale, operazioni di investimento straordinarie (operazioni di M&A) o di refinancing (riassetto delle fonti di finanziamento e bilanciamento del capitale circolante); questo consente alle società emittenti un'apertura al mercato dei capitali ed una conseguente riduzione della dipendenza dal credito bancario. Esattamente come le obbligazioni tradizionali anche per i minibond è prevista l'applicazione di un tasso di interesse che viene riconosciuto sotto forma di cedola periodica, in genere semestrale o annuale, ed una data di scadenza stabilita anticipatamente. Nella maggior parte dei casi, la durata dei prestiti obbligazionari è superiore quella dei finanziamenti e mutui offerti dagli istituti bancari. Un'altra sostanziale differenza rispetto al canale bancario è che in genere i minibond non sono assistiti da garanzie reali, quali le ipoteche; si tratta infatti di prestiti unsecured (tranche senior unsecured). I titoli di debito vengono emessi dalle società sul mercato mobiliare e

sottoscritti da investitori professionali e qualificati. I titoli possono essere quotati in mercati borsistici dedicati o sottoscritti tramite private placement, ovvero attraverso accordi e contratti stipulati ad hoc tra le parti e non soggetti pertanto a quotazione in listini ufficiali. I veicoli per la sottoscrizione sono dei fondi mobiliari chiusi specializzati in operazioni di private debt gestiti per lo più da Società di Gestione del Risparmio (SGR) o comunque investitori professionali che a fronte di una raccolta di capitali offrono una remunerazione stabilita contrattualmente attraverso il pagamento di cedole.

L'interesse nei confronti dei minibond in Italia è nato sulla scia degli effetti drammatici della crisi finanziaria cominciata nel 2007-2008 e della crisi del debito EMU nel 2011, che hanno contribuito a creare un contesto in cui l'accesso al credito bancario è stato limitato e reso particolarmente difficoltoso per le PMI. Nonostante adesso il minibond sia uno strumento conosciuto da società ed investitori, e

che questo sia ampiamente disciplinato dal Codice Civile italiano, fino al 2013 questo strumento era dedicato quasi esclusivamente ad imprese quotate e quindi relativamente conosciute dalla comunità finanziaria. Con l'introduzione del Decreto Legge n. 83 del 22 giugno 2012, il cosiddetto Decreto Sviluppo, e delle successive integrazioni e modifiche (Decreto Sviluppo Bis) e dei decreti legge emanati successivamente, il piano Destinazione Italia ed il Decreto Competitività, in Italia si è potuto assistere ad un forte sviluppo dello strumento del minibond, grazie ad una nuova regolamentazione innovativa che ha consentito e permette tuttora alle società non quotate, incluse le PMI, di finanziarsi direttamente sul mercato dei capitali mediamente l'emissione di strumenti di debito a medio lungo termine potendo godere anche dei vantaggi fiscali offerti dalle nuove norme. Negli anni dopo la crisi e soprattutto nell'ultimo biennio la situazione economica generale è migliorata anche grazie alle politiche monetarie

espansive aggressive adottate dalla BCE che hanno consentito una maggiore disponibilità di liquidità da parte delle banche. Nonostante ciò però il numero di emissioni di minibond sono continuate a crescere, a testimonianza del fatto che si tratta di uno strumento complementare al canale bancario e che serve per differenziare le fonti di finanziamento. L'interesse per questa asset class dovrebbe quindi continuare a rimanere importante anche in futuro.

I requisiti per un'emissione di minibond sono principalmente che:

- l'emittente sia una società di capitali o una cooperativa con sede legale in Italia o comunque la cui attività dominante venga svolta in Italia;
- l'emittente non sia una società bancaria o assicurativa, una SIM o una SGR o comunque non faccia parte di un gruppo bancario soggetto alla vigilanza di Banca d'Italia;
- l'emittente non sia un veicolo costituito ad hoc con l'unico obiet-

tivo di finanziare un'acquisizione o una cartolarizzazione o un'altra operazione finanziaria;

- l'emissione sia caratterizzata da un valore massimo non superiore a 500 milioni di euro (valore cumulato per emissioni diverse che avvengono in un periodo ravvicinato);
- il titolo non sia quotato in un mercato borsistico regolamentato, aperto a investitori retail.

Tali limiti non contemplano variabili dimensionali delle società emittenti, quali fatturato o totale dell'attivo. Dal momento però che il focus della trattazione è incentrato sui minibond quale asset class alternativa al credito bancario, si può ritenere non consigliato ed adeguato intraprendere un percorso di emissione di minibond a società con un fatturato inferiore ai 2 milioni di euro ed un totale dell'attivo netto inferiore al medesimo importo.

Il contesto normativo italiano

A partire dal 2012, in Italia si è assistito ad un'introduzione di diverse

riforme normative e legislative da parte del Ministero per lo Sviluppo Economico al fine di promuovere e favorire l'espansione del mercato dei minibond. Queste novità legislative possono essere riassunte con i decreti legge che sono comunemente denominati come Decreto "Sviluppo", "Sviluppo Bis", piano "Destinazione Italia" e Decreto "Competitività". Nella Tabella 1 riepilogano i principali contributi dei Decreti e le misure introdotte a favore dei minibond che saranno approfondite successivamente.

Il Decreto "Sviluppo" e "Sviluppo Bis"

Il Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83, c.d. Decreto "Sviluppo" (convertito con Legge 7 agosto 2012 n. 134) e successivamente modificato dal Decreto Legge 179/2012, c.d. Decreto "Sviluppo bis", disciplina l'emissione di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e di strumenti di debito a breve o medio-lungo termine (obbligazioni e titoli simili)

da parte di società italiane quotate o non quotate (ad esempio società di capitali, società cooperative, mutue assicuratrici), anche di piccola e media dimensione e ne disciplina il relativo trattamento fiscale. Questo Decreto non ha efficacia nel caso si tratti di istituti bancari o micro imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003, ovvero società che occupano meno di 10 dipendenti e realizzano un fatturato o un totale attivo di bilancio annuo inferiori a 2 milioni di euro. Attraverso questi decreti sono state introdotte diverse modifiche di carattere civilistico e di carattere fiscale, con l'obiettivo di uniformare la normativa italiana a quelle europee dove il mercato dei titoli mobiliari è visto già da tempo come un'alternativa di finanziamento applicabile anche per le PMI non quotate ed aumentare quindi il numero di strumenti finanziari a disposizione delle imprese. Dal punto di vista fiscale, con il Decreto "Sviluppo" e "Sviluppo Bis" si

Tabella 1**Riforme normative e legislative introdotte a sostegno del mercato dei minibond**

Decreto	Innovazioni introdotte
Decreto “Sviluppo” e “Sviluppo Bis”	<ul style="list-style-type: none">• Eliminati i limiti massimi quantitativi previsti dall'art. 2412 del Codice Civile per le obbligazioni• Estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario• Deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate• Esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in “White List”
Piano “Destinazione Italia”	<ul style="list-style-type: none">• Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori• Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di minibond ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative• Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI• Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia (FCG) anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli
Decreto “Competitività”	<ul style="list-style-type: none">• Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione• Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri• Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali• Estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti

Fonte: Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano

è cercato di favorire le società non quotate allineando il regime fiscale e le agevolazioni riservate in precedenza solamente alle emissioni di obbligazioni (inclusi i minibond), delle cambiali finanziarie e dei titoli simili delle società quotate e delle banche, cercando in questo modo di incrementare l'utilizzo di strumenti finanziari alternativi anche per le società non quotate. In particolare, stando alla normativa previgente, la deducibilità degli interessi passivi per gli emittenti era consentita solo parzialmente. Al fine di evitare arbitraggi fiscali per le società con una base azionaria limitata, nel caso di rendimenti superiori a determinati valori, gli interessi passivi non potevano essere deducibili nella loro interezza. Le modifiche introdotte con il Decreto "Sviluppo" prevedono la deducibilità degli interessi passivi ai fini dell'Ires nella misura limite del 30% del margine operativo lordo per tutti i titoli (cambiali finanziarie, obbligazioni e titoli simili) emessi da società con azioni non quotate (escluse le ban-

che e le microimprese) e negoziati su mercati regolamentati. Nel caso invece di titoli non quotati, gli interessi passivi sono diventati deducibili fino al 30% del margine operativo lordo a condizione che i titoli siano detenuti da investitori qualificati che non detengono una quota superiore al 2% del capitale della società emittente e che il beneficiario dei proventi sia residente in Italia o in nazioni che garantiscano un adeguato scambio di informazioni. Con il Decreto "Sviluppo" si è inoltre ampliata la validità del regime fiscale sugli interessi percepiti dagli investitori prevedendo un'imposta sostitutiva pari al 26% applicata agli interessi e proventi provenienti da titoli obbligazionari e l'introduzione della deducibilità di tutte le spese inerenti all'emissione, tra le quali tutti i costi sostenuti dall'emittente per le attività di arranger, advisor, società di rating, commissioni di collocamento e compensi professionali. Dal punto di vista civilistico, invece, con l'introduzione del Decreto "Sviluppo" è stato eliminato il limite

previsto per le società non quotate di emettere titoli per un ammontare non superiore al doppio del proprio patrimonio netto, nel caso in cui i titoli vengano quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Il piano “Destinazione Italia”

Il Decreto Legge n. 145 del 2013, convertito poi in legge, contiene il cosiddetto piano “Destinazione Italia” con cui il legislatore ha voluto rafforzare e favorire ulteriormente l'utilizzo da parte delle aziende di forme di finanziamento di medio-lungo termine alternative o complementari a quelle bancarie. Nel piano “Destinazione Italia” le novità introdotte riguardano (i) la cartolarizzazione dei titoli obbligazionari, (ii) il privilegio speciale e (iii) l'imposta sostitutiva.

Nello specifico, per quanto riguarda le cartolarizzazioni dei titoli con il piano “Destinazione Italia”, al fine di sostenere i fondi che investono in minibond, si è estesa la possibilità di cartolarizzazione anche alle obbliga-

zioni e titoli simili (esclusi i titoli partecipativi, ibridi e convertibili). Inoltre, la nuova norma consente alle società assicuratrici di poter considerare i minibond come copertura delle riserve tecniche. Dal punto di vista fiscale, invece, è stata eliminata la ritenuta d'acconto sugli interessi e proventi relativi ai minibond sottoscritti da fondi d'investimento mobiliare con quote possedute esclusivamente da investitori qualificati il cui patrimonio sia investito nella sola asset class dei minibond.

Oltre al tema delle cartolarizzazioni, per facilitare l'accesso da parte delle aziende italiane a risorse finanziarie alternative alle tradizionali fonti bancarie è stato esteso il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'attività dell'impresa anche a garanzia delle emissioni obbligazionarie e quindi la possibilità per le aziende di poter utilizzare tali beni per ottenere nuovi finanziamenti senza l'obbligo di doversene privare. Il privilegio speciale viene quindi considerato come una garanzia più efficiente rispetto ad al-

tre garanzie reali come le ipoteche o i pegni che permette di ottenere una riduzione del costo del capitale e, allo stesso tempo, fornisce una maggiore tutela per gli investitori.

Il terzo aspetto toccato dal piano “Destinazione Italia” è il regime di imposizione indiretta favorevole sui finanziamenti a medio-lungo termine che prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva che con questo Decreto è stata estesa anche ai finanziamenti strutturati, quali le obbligazioni, le garanzie (incluse le cessioni di credito e i trasferimenti delle garanzie), le surroghe, le sostituzioni e le postergazioni. Inoltre, la copertura da parte del Fondo di Garanzia (FdG) è applicabile anche alle emissioni di minibond effettuate da PMI (che saranno i beneficiari) che vengono sottoscritte da parte di investitori qualificati, quali intermediari finanziari, banche e gestori di fondi. Per ottenere tali garanzie i proventi dell'emissione devono essere utilizzati per finanziare le attività e la crescita dell'emittente (non per operazioni di refinancing), i

titoli devono essere sottoscritti dopo l'approvazione della garanzia e devono avere una durata compresa tra i 3 ed i 10 anni. Infine, non devono sussistere ulteriori forme di garanzie per la quota coperta dal Fondo di Garanzia.

Il Decreto “Competitività”

Il Decreto Legge 91/2014, c.d. Decreto “Competitività”, convertito successivamente in legge, è in termini temporali l'ultimo contributo normativo emesso volto a migliorare la competitività delle imprese italiane con un particolare focus sul tema dei minibond e le emissioni di titoli obbligazionari da parte delle imprese. Il Decreto “Competitività” stabilisce infatti che anche le compagnie assicurative, le società di cartolarizzazioni ed i fondi di investimenti sono titolati a concedere direttamente finanziamenti creditizi. Al fine di attirare nuovi capitali dall'estero e favorire la crescita delle aziende italiane è stata eliminata la ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine con-

cessi da fondi ed assicurazioni esteri. Per quanto riguarda il mercato dei minibond nello specifico, il Decreto ha introdotto:

- l'eliminazione della ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi e i proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali come ExtraMot Pro, purché collocate da investitori istituzionali;
- l'estensione dell'imposta sostitutiva alle cessioni di crediti garantiti, per cui i sottoscrittori non devono più pagare imposte gravose per il trasferimento di garanzie accessorie (ad esempio sui crediti ipotecari);
- l'esenzione della ritenuta d'acconto sugli interessi e i proventi delle obbligazioni e titoli simili corrisposti a società di cartolarizzazione che li sottoscrivono.

L'evoluzione del mercato dei minibond in Europa

Per avere una migliore percezione del mercato dei minibond, può esse-

re interessante andare ad osservare lo stato dei fatti degli altri Paesi europei e cercare di cogliere le differenze con il mercato italiano.

Regno Unito

Dal 2010 in UK è stato creato l'Order book for Retail Bonds (ORB), una piattaforma per la negoziazione di obbligazioni destinate ad investitori retail gestita dal London Stock Exchange. Si tratta di un listino regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID che, a differenza dell'ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, è aperto anche ai piccoli risparmiatori. Per quanto riguarda i requisiti di ammissione, essi sono gli stessi previsti per il listino borsistico principale, con la differenza che il taglio di investimento è molto più piccolo: si possono investire anche solo 100 sterline e l'importo massimo non può essere superiore a 10.000 sterline. Pertanto, al fine di assicurare l'adeguata liquidità al titolo, è obbligatoria la presenza di un market maker. A fine 2017, le emissioni registrate sul mercato ORB erano oltre 110,

di cui 5 avvenute nello stesso anno 2017. Una nota interessante è che 3 emissioni sono avvenute nella categoria retail charity, ovvero emissioni di società che offrono assistenza ad anziani, soluzioni abitative a prezzi bassi e servizi a persone con disabilità nell'apprendimento. Nel Regno Unito avvengono frequentemente collocamenti di minibond tramite private placement (non quotati), anche attraverso piattaforme internet. Secondo il Centre for Alternative Finance dell'Università di Cambridge, nel 2016 sono stati raccolti sul mercato 79,2 milioni di sterline attraverso offerte di minibond sulle piattaforme di crowdfunding, segnando una crescita esponenziale rispetto ai 6,2 milioni di sterline dell'anno precedente. Il controvalore medio di ogni operazione è salito da 880.000 ad oltre 1,3 milioni di sterline.

Germania

Il mercato dei titoli di debito della PMI in Germania viene gestito nelle diverse piazze finanziarie tedesche: Entry

Standard a Francoforte, Primärmarkt a Düsseldorf, Mittelstandsbörse Deutschland ad Amburgo-Hannover e M:access bond a Monaco. A Stoccarda, infine, nel 2010 è nato il Bondm, un mercato regolamentato non ufficiale composto da diversi segmenti, uno dei quali dedicato esclusivamente ai minibond emessi da PMI destinati sia a investitori professionali sia retail. Non viene richiesto l'intervento di un underwriter istituzionale per la sottoscrizione diretta sul mercato primario. I titoli quotati nel Bondm hanno taglio minimo pari a 1.000 euro e possono anche essere subordinati rispetto ad altre passività finanziarie dell'emittente, con il vincolo che vi sia un rating pubblico relativo all'emissione. Per quanto riguarda l'ammissione al mercato Bondm, oltre alla pubblicazione di un prospetto informativo approvato dall'Autorità di mercato, è prevista la nomina di un coach, una figura che supporta l'impresa durante l'operazione e che verifica la correttezza di tutti i requisiti informativi e legali richiesti. È obbli-

gatoria, inoltre, la presentazione del bilancio certificato in forma estesa. Stando allo studio condotto dal Politecnico di Milano (4° Osservatorio Minibond), nel 2017 sui listini tedeschi sono stati emessi minibond per un ammontare complessivo di 791 milioni di euro, in calo del 10% rispetto all'anno precedente, a fronte di un numero maggiore di emissioni rispetto al 2016 (23 del 2017 rispetto alle 16 del 2016). Il mercato tedesco è stato contraddistinto in passato da un elevato numero di default per quanto riguarda questa asset class e non è riuscito ancora a superare completamente da questo shock. Si sta però cominciando ad affermare una fonte di finanziamento nuova ed alternativa per le PMI denominata *Schuldscheindarlehen*, che sta a metà tra le obbligazioni ed i prestiti bancari. Si tratta di un accordo bilaterale tra emittente e creditore per cui l'emittente dovrà rimborsare il capitale in due o tre tranche con scadenze fisse o flessibili a seconda del contratto sottoscritto. Per questo

strumento sono previste procedure più snelle e requisiti più "light", per cui per esempio non viene richiesto alcun rating esterno o l'obbligo della redazione di un prospetto informativo. Lo strumento è regolamentato dal Codice Civile Tedesco sui contratti di finanziamento garantendo quindi un elevato livello di standardizzazione ed efficienza.

Francia

Il mercato dedicato alle emissioni obbligazionarie dedicate alle PMI in Francia è abbastanza evoluto, in quanto sono previsti ben 3 listini: i segmenti B e C del mercato regolamentato Euronext, e il Euronext Growth, un sistema multilaterale di negoziazione denominato in precedenza Alternext. I mercati appena citati sono dedicati sia ad investitori professionali sia retail e, dalla fine del 2012, è prevista una modalità di emissione dei minibond tramite Initial Bond Offering (IBO). Il taglio minimo dei minibond è pari a € 100 e la durata deve essere compresa tra 5 e

10 anni. Per quanto riguarda il controvalore, le emissioni devono essere almeno pari a 5 milioni di euro sul mercato Euronext Growth ed almeno pari a 10 milioni di euro sull'Euronext. La normativa prevede l'obbligo del rating pubblico nel caso in cui l'emittente non sia già quotato in Borsa o abbia una capitalizzazione inferiore a 100 milioni di euro ed è necessaria la presentazione dei bilanci certificati degli ultimi tre esercizi. Per la quotazione sull'Euronext Growth sono previste le figure dello sponsor, che garantisce il rispetto delle norme e dei requisiti prima e dopo il collocamento, l'advisor, il quale svolge il ruolo di supporto alla redazione dei documenti e alla strutturazione dell'operazione, e l'avocat che cura gli aspetti legali. Gli investitori retail possono sottoscrivere i titoli in una finestra temporale di durata tra le 3 e 5 settimane, al termine della quale i titoli vengono ammessi a quotazione. A fine 2017 risultavano quotati su Alternext Paris 37 titoli e su Alternext Brussels 51 titoli assimilabili ai mini-

bond. Inoltre, sono stati scambiati ulteriori 76 titoli su Access Paris, un listino non regolamentato che ha sostituito il precedente Marché Libre.

Spagna

Nel 2013 in Spagna è stato aperto il Marf, Mercado Alternativo de Renta Fija, un mercato non regolamentato di titoli di debito dedicato alle PMI dove sono quotate obbligazioni e cambiali finanziarie. Il Marf, gestito da Bolsa y Mercados Españoles, prevede che i bond possano essere emessi da società per azioni e società a responsabilità limitata e abbiamo un taglio non inferiore a 100.000 euro. La sottoscrizione delle obbligazioni è dedicata esclusivamente ad investitori professionali. Per ottenere l'ammissione al mercato Marf, le società hanno l'obbligo di pubblicare gli ultimi due bilanci annuali certificati e, una volta avvenuta la quotazione, sono tenute a rendere note tutte le informazioni price sensitive. Non è previsto l'obbligo di emissione del rating per le società che decidono di

intraprendere l'iter per la quotazione, mentre anche in Spagna contemplata la figura dell'advisor, il quale ha il compito di accompagnare e supportare l'emittente e far sì che vengano rispettati tutti gli obblighi normativi fino alla scadenza dell'obbligazione. Alla fine del 2017 risultavano quotati sul Marf 99 minibond, emessi da 40 società diverse (in gran parte cambiali finanziarie).

Norvegia

In Norvegia nel 2005 è nato il Nordic ABM, un mercato non regolamentato dedicato alla quotazione e allo scambio di obbligazioni e commercial paper di durata non superiore ai 12 mesi (come le cambiali finanziarie italiane). Nordic ABM prevede due segmenti, uno riservato ad investitori istituzionali e uno dedicato ad investitori retail. Il taglio minimo dell'emissione deve essere almeno di 2 milioni di corone norvegesi, ovvero circa 220.000 euro. La procedura di ammissione alla quotazione non è molto diversa rispetto a quella di ExtraMOT PRO.

Al 31.12.2017 sul Nordic ABM erano quotati oltre 1.200 minibond.

Le caratteristiche principali di un'emissione

Considerando la situazione al 30.09.2018, si può considerare che dopo un anno 2017 proficuo per il mercato dei minibond, il trend continua ad essere positivo con un numero complessivo di 334 emissioni per un controvalore superiore ai 16,4 miliardi di euro (*Il numero di emissioni non corrisponde con il numero di titoli, in quanto una stessa società emittente potrebbe aver emesso più di una volta oppure un'emissione potrebbe coinvolgere più di investitori con ISIN differente*). Il 2017 ha visto un netto aumento, soprattutto nella seconda parte dell'anno, delle emissioni inferiori ai 50 milioni di euro che hanno registrato il record degli ultimi 3 anni. Andando ad osservare più da vicino il trend di emissioni di minibond sotto i 50 milioni di euro, si può notare che il taglio medio si è ridotto nel corso degli ultimi mesi,

Figura 1**Il mercato dei minibond: overview delle emissioni**

	al 31 dicembre 2017		Dal 01.01 al 30.09.2018		al 30.09.2018	
	Emissioni (n°)	Ammontare (M€)	Emissioni (n°)	Ammontare (M€)	Emissioni (n°)	Ammontare (M€)
Totale Mercato	300	14.348	11	1.272	299	15.001
di cui: 150 - 500 M €	35	11.093	1	1.250	37	12.090
di cui: 50 - 150 M €	16	1.450	0	0	15	1.183
di cui: 0 - 50 M €* 	249	1.805	9	20	202	1.462
Taglio medio(M€)	7,3		2,2		6,7	
Cedola media (%)	5,1%		5,06%		5,1%	
Maturity media (Anni)	5,1		5,42		4,9	

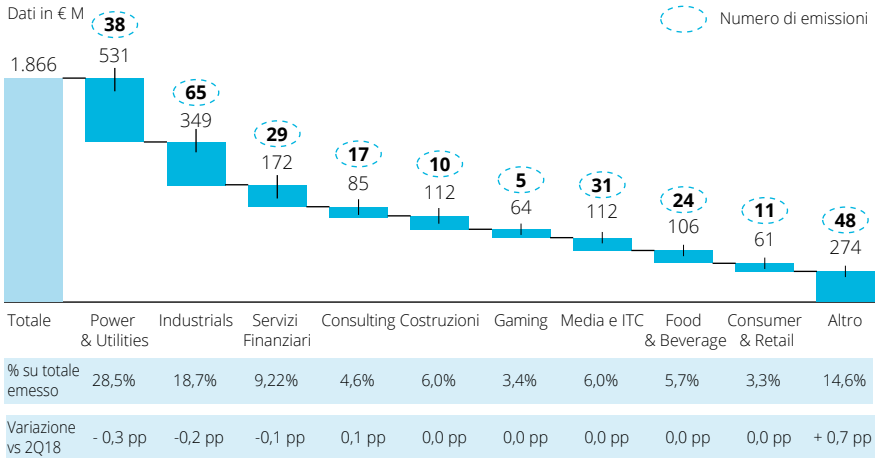
(*Minibond ad esclusione delle emissioni di società finanziarie

Fonte: Minibonditaly.it, il portale italiano dei minibond, e Epic, private investment community

attestandosi ad un valore medio alla fine del 2017 di circa 7,3 milioni di euro. Da inizio 2018 al 30.09 l'andamento sembra essere confermato con un taglio medio di 6,7 milioni di euro. La cedola media rimane stabile nell'intorno del 5,1% (valore simile a quello registrato alla fine del terzo trimestre 2018). La scadenza media (maturity) al 30.09 risulta essere di circa 4,9 anni, mentre per quanto riguarda la struttura di rimborso dei minibond si è assistito al 49% di emissioni con una struttura bullet ed il 51% amortising con un piano di ammortamento definito (*Barometro Minibond, market trend al 31.12.2017e al 30.09.2018, Minibonditaly.it e Epic SIM*).

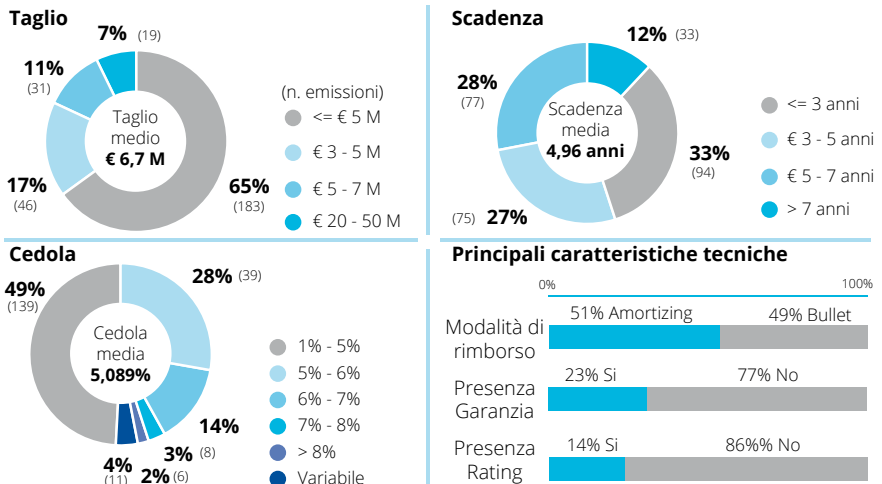
Il rapporto Posizione Finanziaria Netta/EBITDA (leverage) medio delle aziende che hanno deciso di fare ricorso allo strumento del minibond è di circa 3,4x, mentre il rapporto gearing, ovvero Posizione Finanziaria Netta/Patrimonio Netto, si attesta ad un livello di 1,6x. Sempre andando a considerare solamente le emissioni con taglio non superiore ai 50 milioni di euro ed escludendo le Asset-backed security (ABS) emesse per la prima volta sul mercato ExtraMot Pro nel 2017, si può notare che il fatturato medio delle società emittenti è stato di 106,2 milioni di euro. Dal 01.01.2018 al 30.09.2019 si sono constate ulteriori 34 nuove emissioni per un ammontare complessivo di oltre 2

Figura 2 Breakdown per settore industriale

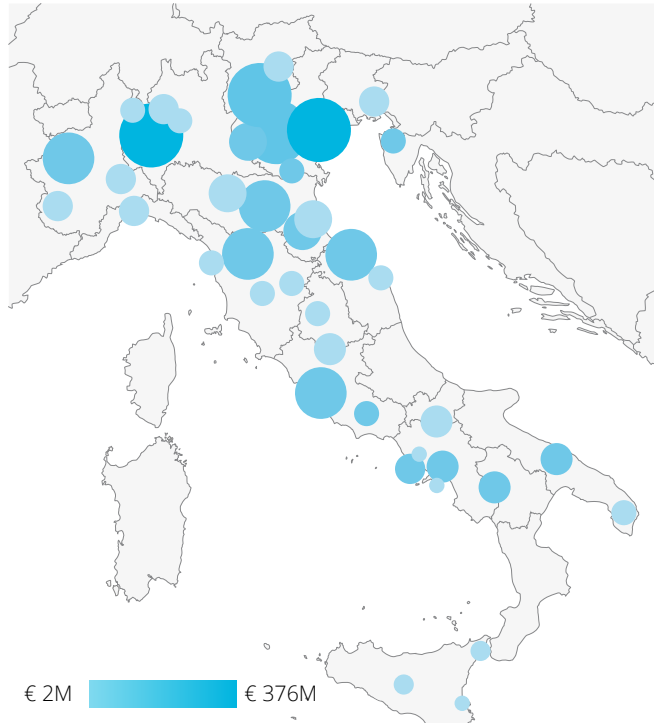


Fonte: Minibonditaly.it, il portale italiano dei minibond, e Epic, private investment community

Figura 3 Principali indicatori delle emissioni di minibond al 31.12.2017



Fonte: Minibonditaly.it, il portale italiano dei minibond, e Epic, private investment community

Figura 4**Emissioni di minibond al 31.12.2017 per area geografica**

miliardi di euro. Al 30.09.2018 il mercato delle emissioni di minibond valeva oltre 16,4 miliardi di euro.

Per quanto riguarda il settore merceologico di appartenenza, si è assistito ad un incremento dei settori Industrial, Food & Beverage e Media & ICT per un controvalore complessivo pari a circa 80 milioni di euro. Infine, è cresciuto il numero di emissioni da parte di società che avevano già fatto ricorso allo strumento del minibond.

Geograficamente circa il 61% delle emissioni si concentra in tre regioni:

- Veneto: 504 milioni di euro (27% del totale emesso).
- Lombardia: 425 milioni di euro (23% del totale emesso).

Fonte: Minibonditaly.it, il portale italiano dei minibond, e Epic, private investment community

- Emilia Romagna: 207 milioni di euro (11% del totale emesso).

Il processo ed i principali attori coinvolti

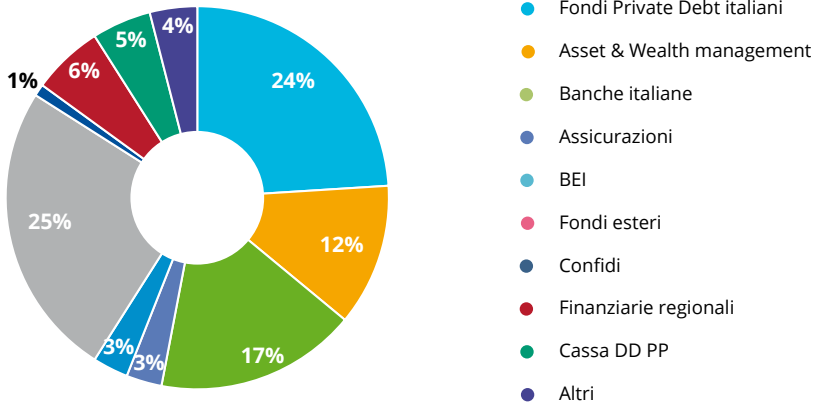
Il processo di emissione di prestiti obbligazionari prevede il coinvolgimento di una serie di attori che vengono coinvolti in diverse fasi che portano all'erogazione di capitali alle imprese. Il ruolo chiave ruota chiara-

mente intorno alla società emittente, la quale dovrà preferibilmente richiedere il sostegno e la collaborazione di advisor finanziari e legali, nonché di operatori specifici che si occupino delle attività necessarie all'emissione (società di rating, banche agenti, ecc) ed il collocamento dei titoli sul mercato (banche depositarie, Monte Titoli, Banca d'Italia, ecc). Un ruolo fondamentale in questo processo è svolto naturalmente dagli investitori, i quali forniscono la liquidità ed i mezzi finanziari alle società emittenti al fine di poter sostenere gli investimenti futuri previsti.

Gli investitori

Gli investitori coinvolti in un'emissione obbligazionaria possono essere sia privati sia di matrice pubblica. L'investimento nei minibond però è riservata alla sola categoria degli investitori professionali, ovvero tutti quegli operatori che sono in possesso di un'adeguata esperienza, conoscenza e delle competenze necessarie per capire e valutare corret-

tamente i rischi connessi a tali operazioni finanziarie. La normativa però non esclude per questa tipologia di asset class che gli investitori siano persone fisiche, purché l'emittente sia una Società per Azioni (SpA). Per quanto riguarda invece le Società a responsabilità limitata (Srl) il Codice Civile prevede che gli investitori possano essere solo soggetti "vigilati" e che questi rispondano in solito nel caso in cui il bond venga successivamente ceduto ad altri tipi di investitori. In ogni caso i sottoscrittori che tipicamente investono in emissioni di minibond sono Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio, quali fondi aperti e chiusi, fondi alternativi e fondi pensione, seguiti da banche, assicurazioni, SIM, casse previdenziali e fondazioni. Come si può evincere dal grafico sottostante, gli investitori che nel 2017 hanno investito in emissioni di minibond sotto i 50 milioni di euro sono fondi di private debt di diritto italiano con una quota del 24% (in caso rispetto all'anno precedente), seguiti dai soggetti tradizionali

Figura 5**La mappa degli investitori nei minibond nel 2017 (emissioni inferiori a 50 milioni di euro)**

Fonte: Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano

del wealth management, ovvero SGR e SIM italiane che gestiscono fondi aperti e patrimoni individuali con il 12% del mercato.

Nel 2017 anche la Banca Europea degli Investimenti (BEI) si è vista protagonista in operazioni di minibond, soprattutto sottoscrivendo una rilevante cartolarizzazione in un'operazione chiamata ELITE Basket Bond. Il contributo degli investitori esteri è stato considerevole anche nel 2017 con una quota del 25% del valore totale delle emissioni e una predominanza di tranche sottoscritte nell'intorno dei 50 milioni di euro. Le assicurazioni sono poco presenti (3%), perché mediamente interessate ad emissioni oltre i 50 milioni. La novità del 2017 è rappresentata dal forte interesse nei minibond da parte

delle finanziarie regionali che hanno fatto registrare una quota di mercato del 6% e della Cassa Depositi e Prestiti (CDP) con una quota pressoché analoga. Emerge inoltre un piccolo contributo dei consorzi fidi locali, con una quota dell'1%. Sembrano non essere molto interessati a questa asset class altri investitori italiani, quali i fondi pensione e le casse previdenziali, al netto di una quota dell'1% sottoscritta da consorzi fidi locali.

I fondi d'investimento

Nel capitolo precedente si è evidenziato che gli investitori che sottoscrivono i minibond, direttamente o sul mercato secondario dell'ExtraMOT PRO, sono di molteplici tipologie. Molti player finanziari considerano questa asset class interessante dal

Figura 6

Il posizionamento dei fondi specializzati nei minibond

Logica di investimento

		Buy-and-hold	Trading
Tipologia di investimento mobiliare	Equity	Private equity venture capital	Fondi aperti azionari
	Debito	Fondi chiusi di minibond	Fondi aperti obbligazionari

Fonte: Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano

punto di vista di una diversificazione del proprio portafoglio e di un maggiore rendimento rispetto a strumenti più liquidi, quali potrebbero essere le obbligazioni emesse dalle grandi imprese. Se si prova a costruire un identikit dell'investitore specializzato negli investimenti in minibond, si potrà notare che questo avrà delle somiglianze e delle caratteristiche simili ad altre asset class esistenti.

Un investitore in minibond adotta quasi sempre una logica di investimento "buy and hold", molto simile ai fondi di private equity, tramite il modello del fondo chiuso, ovvero la possibilità di disporre del capitale per un periodo medio lungo. Quello che però li differenzia dai fondi di private equity è non tanto la possibilità di poter partecipare ad un upside del rendimento, ma piuttosto quello di minimizzare il rischio di insolenza dell'emittente. Trattandosi di titoli di credito, il focus dell'attività dei fondi

di private debt è quello di valutare attentamente il merito creditizio degli emittenti target. I fondi specializzati nei minibond infatti, dopo aver raccolto il commitment da parte di investitori italiani od esteri, quali banche, fondi di fondi, assicurazioni, fondazioni, ecc, investono le risorse a disposizione in titoli di debito, nella maggior parte in titoli obbligazionari, emessi da società per la quale viene fatta prima un'attenta due diligence in merito al loro merito creditizio. Generalmente i fondi di private debt demandano ad un team di gestione interno l'attività di screening del mercato e dell'identificazione dei potenziali target che vengono selezionati in base a precise linee guida e/o regolamenti dei fondi. I membri dei team di gestione valutano di volta in volta il trade-off tra rischio e rendimento atteso e sottopongono le loro analisi ai comitati deliberatori dove siedono membri interni ed esterni che han-

no il compito di dare il benessere o meno agli investimenti proposti attraverso regole precise e ben codificate. La maggior parte di questi investimenti prevedono la sottoscrizione di tranche senior ed unsecured, non assistite quindi da ipoteche od altre garanzie reali da parte della società o degli imprenditori. In alcuni casi però, in fase di approvazione dell'investimento, il fondo può richiedere delle garanzie alla società emittente e può stipulare accordi relativi alla governance, come viene spesso richiesto dai fondi di private equity. Una volta effettuato l'investimento, la remunerazione ed il rendimento ottenuto tramite il pagamento delle cedole (interessi e quote capitale) da parte della società emittente sarà trasferita agli investitori del fondo al netto delle commissioni di gestione e/o di performance richieste dal gestore. Nella prassi odierna si considera un fondo di private debt come un operatore che opera sia sul mercato mobiliare sia su quello del credito (come le banche), in quanto una parte dei fon-

di che investono nei minibond finanziario le imprese anche attraverso il ricorso al credito con il cosiddetto direct lending. Secondo le ultime stime, si contano 24 operatori specializzati in questo tipo di business, di cui circa due terzi italiani, che nel 2017 hanno investito un ammontare totale di 641 milioni di euro attraverso 102 operazioni in 82 aziende diverse (*Fonte: Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano*).

Una spinta sostanziale al mercato del private debt in Italia è arrivata nel 2014 con la decisione da parte del Fondo Italiano di Investimento di costituire un fondo di fondi con lo scopo preciso di investire in altri fondi o veicoli che avessero come driver d'investimento quello della sottoscrizione di strumenti di debito emessi da PMI italiane con una forte propensione alla crescita, una stabilità dei flussi di cassa, nonché di un management preparato e con ottimo track record. Al 31.12.2017 il Fondo Italiano ha concluso investimenti nel

private debt con 9 gestori diversi per un ammontare complessivo di 325 milioni di euro (su un totale disponibile di 400 milioni di euro) ed altre operazioni sono attualmente vicine al closing (*Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano*). Alla stessa data sono state perfezionate 80 operazioni in 60 società differenti. I fondi sono stati apportati da investitori istituzionali quali Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ed altri investitori privati tra cui banche, fondi pensione ed assicurazioni, e sono serviti per finanziare principalmente la crescita interna ed esterna delle società emittenti e solo in via residuale per operazioni di re-financing.

Durante l'anno 2017 si è cominciato ad assistere al completamento dei primi round di fondi partiti qualche anno fa e la partenza di nuovi fondi sostenuti anche grazie al contributo del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) e della Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Il trend è quindi quello di un mercato dei minibond, e in ge-

nerale dei fondi di private debt, molto vivace e ci sono pertanto le premesse affinché si possa osservare un ingente numero di investimenti in questa asset class nei prossimi anni a venire.

Gli advisor finanziari

Non sempre le PMI che decidono di intraprendere un percorso di emissione di un minibond dispongono delle competenze adeguate a comprendere e governare le peculiarità e le conseguenze determinate da tale strumento. Per questo motivo spesso le società meno sofisticate, come per altre operazioni di finanza strutturata, M&A e corporate finance, si affidano a degli advisor finanziari, che tipicamente sono delle società di consulenza che accompagnano le società nel percorso di emissione e le guidano nelle scelte strategiche e finanziarie. Tipicamente l'advisor finanziario assiste la società nella scelta del taglio dell'emissione, il timing più adeguato, il possibile tasso di interesse, la durata, la struttura di

ammortamento del prestito e tutti gli adempimenti normativi e burocratici che un'emissione obbligazionaria comporta, in particolare se si tratta di un'operazione quotata.

L'advisor finanziario svolge il suo ruolo dapprima presentando alla società una valutazione sui costi e benefici di un'emissione obbligazionaria, magari rapportandola ad altre possibili fonti di finanziamento e tenendo sempre in considerazione eventuali constraint (vincoli) posti dall'azienda. La prima analisi quindi sarà effettuato considerando la situazione actual in cui si trova la società emittente, per poi procedere con la redazione di un business plan per la durata almeno del prestito obbligazionario. In particolare grazie alla costruzione di un rendiconto finanziario, che avrà come driver le assumption discusse insieme alla società, l'advisor potrà verificare la sostenibilità finanziaria dell'operazione e constatare l'effettiva sufficienza dei flussi di cassa generati dall'emittente a servizio del bond. Spesso questa

attività viene svolta direttamente dai gestori dei fondi che sono interessati ad effettuare l'investimento e viene svolta da questi ultimi un'attività di consulenza e cultura finanziaria molto apprezzata dagli imprenditori meno sofisticati. L'advisor finanziario affianca la società gestendo le relazioni con i vari stakeholder e supporta l'imprenditore nel soddisfare le richieste di informazioni provenienti degli investitori. L'advisor può lavorare anche nella direzione opposta, ovvero cercando di identificare sul mercato delle potenziali aziende target interessanti per gli investitori attraverso fonti e dati pubblici, quali i bilanci delle società. Nel caso di successo di solito viene retrocessa una fee di segnalazione per le operazioni andate a buon fine. La durata di questa fase, dal tempo in cui un'azienda manifesta l'interesse ad emettere un minibond all'erogazione vera e propria dei fondi, dipende da caso a caso, ma può essere stimata per un'emissione "standard" in un arco temporale di circa 3-4 mesi. La fase

di due diligence dura mediamente 1-2 mesi, mentre quella dedicata alle attività burocratiche per arrivare all'emissione (richiesta del codice ISIN, dematerializzazione dei titoli, censimento in Banca d'Italia, ecc) durano indicativamente 1 mese.

Gli advisor legali

I consulenti legali svolgono un ruolo chiave all'interno del processo di un'emissione obbligazionaria, in quanto sono chiamati alla verifica del rispetto delle norme vigenti, alla correttezza delle procedure utilizzate e della formalizzazione dei contratti che disciplinano un'emissione fra le varie parti coinvolte. I legali infatti hanno in genere il compito di scrivere il regolamento del prestito ed il contratto di sottoscrizione che stabiliscono tutti gli accordi stipulati tra gli investitori e la società emittente, in modo che entrambe le parti siano tutelate in modo adeguato nel caso in cui ci siano delle contestazioni o comunque un mancato rispetto delle condizioni stabilite all'interno del

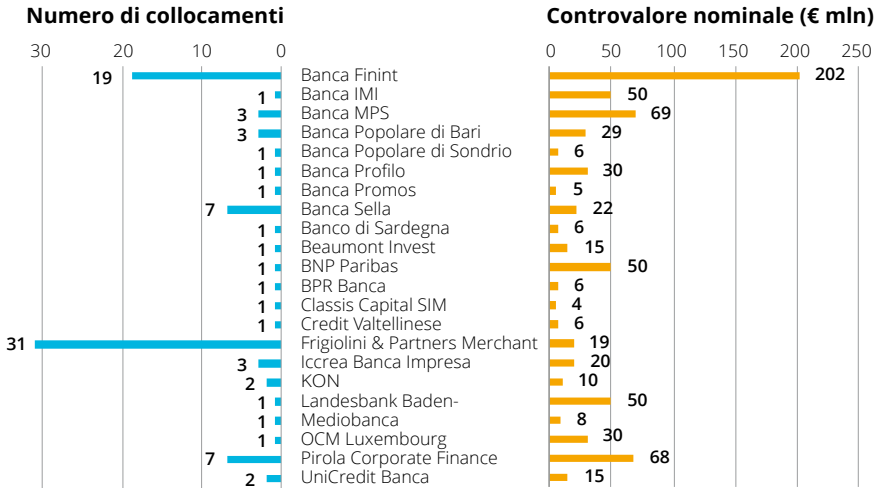
regolamento. I consulenti legali svolgono anche il ruolo di verificare che vengano rispettate tutte le eventuali condizioni sospensive (conditions precedent) prima dell'emissione. Inoltre, possono anche essere chiamati ad effettuare delle due diligence legali sulle aziende emittente, al fine di escludere situazioni critiche e legalmente non conformi all'interno delle imprese emittenti.

Gli arranger

Gli arranger sono degli operatori finanziari, tipicamente i dipartimenti di Debt Capital Markets (DCM) degli istituti bancari, che vengono incaricati della strutturazione di un'operazione, in questo caso di minibond. La figura dell'arranger è richiesta soprattutto per operazioni più complesse dove la società emittente non conosce ancora i potenziali investitori e dove in genere vengono coinvolti più fondi d'investimento. Attraverso le informazioni ricevute da parte dell'emittente e dai suoi advisor finanziari in merito alla size dell'emissione ed altre carat-

Figura 7

Gli arranger principali nel mercato dei minibond nel 2017 per numero di collocamenti ed importi complessivi sottoscritti (emissioni inferiori a 50 milioni di euro)



Fonte: Osservatorio Minibond, 4° Report italiano sui Minibond, Politecnico di Milano

teristiche peculiari circa le esigenze specifiche di funding, l'arranger si occupa di "sondare il terreno" (test the water) proponendo ai potenziali fondi l'opportunità di investimento. In tale fase l'arranger definisce con più precisione le caratteristiche del minibond con l'emittente, in particolare sul pricing (entità della cedola) e sulle altre condizioni che riguardano la remunerazione attesa.

Nella figura di seguito è possibile vedere quali sono stati nel 2017 i diversi arranger di operazioni di minibond, sia per numero di operazioni effettuate, sia per controvalore complessivo.

Le società di rating

Nonostante l'emissione del rating non sia un'azione obbligatoria ed indispensabile ai fini di un'emissione di minibond, un numero sempre maggiore di società decide di procedere con la richiesta di un rating con lo scopo di dare un segnale positivo al mercato e ai vari stakeholder. Nel caso siano le aziende a richiedere un rating pubblico per la propria attività, questo sarà poi disponibile e visibile a tutti i portatori di interesse che ruotano intorno all'emittente. Nel caso in cui invece la società emittente decidesse di non procedere in tale senso, spesso sono gli stessi fondi di private

debt, in qualità di investitori, a richiedere un rating indipendente come strumento di tutela ulteriore prima del perfezionamento di un investimento, oltre a tutte le procedure interne esistenti per cercare di misurare e mitigare il rischio connesso con le varie sottoscrizioni. In questo caso, quando viene richiesto dall'investitore un giudizio di rating su una società emittente in particolare, si parla di rating "unsolicited" e, ogni volta che il rating non viene comunicato al pubblico e quindi questo rimane privato, si parla di un rating "undiscovered". In genere quindi, quando i fondi di private debt richiedono un rating per un'operazione specifica, viene emesso un rating priva per investitori istituzionali. In Europa solo le agenzie autorizzate dall'ESMA (European Securities and Markets Authority) possono emettere dei rating. Oltre ai nomi più riconosciuti nel settore, come Moody's, Standard & Poor's e Fitch, esistono altri numerosi player che nel tempo a livello nazionale si sono specializzati nelle emissioni di

minibond (per esempio Cerved Rating Agency e Crif Ratings). Il vantaggio offerto dall'intervento di queste agenzie è quello di poter dare un segnale al mercato circa la bontà della società in esame, nonché di ulteriore prova della correttezza della due diligence effettuata internamente dagli investitori circa la società emittente. Nel periodo successivo all'emissione le società di rating mantengono sotto osservazione le aziende per la quale è stato emesso un rating, per cui può risultare utile poter ricevere un alert tempestivo a seguito eventuali cambiamenti del merito creditizio di un emittente in fase di monitoraggio del portafoglio.

Le banche agenti e depositarie

Nella filiera degli attori coinvolti nel processo di sottoscrizione dei minibond vi sono dei soggetti che assistono le società emittenti e gli investitori in tutta una serie di adempimenti tecnici, burocratici e normativi, sia prima sia dopo l'emissione. Queste attività sono abbastanza standardiz-

zate e vengono generalmente affidate ad istituti bancari specializzati per una questione di costi e time to market. Nello specifico le banche agenti svolgono il ruolo di seguire l'iter di dematerializzazione dei titoli, obbligatorio nel caso di minibond quotati su un mercato borsistico, che viene condotto da Monte Titoli e l'assegnazione del codice ISIN, che identifica ogni singola emissione, che vede come controparte la Banca d'Italia. La banca agente svolge altresì il ruolo fondamentale di banca pagatrice, nel senso che si occupa dell'incasso delle cedole (interessi e quote capitale) da parte delle società emittenti a favore degli investitori. Le banche depositarie, invece, rivestono la funzione di custodia dei titoli ed in generale della liquidità necessaria per effettuare l'investimento prima che questo venga effettivamente fatto per conto degli investitori.

La Banca d'Italia

La Banca d'Italia, come si può facilmente intuire, è l'organo di vigilanza

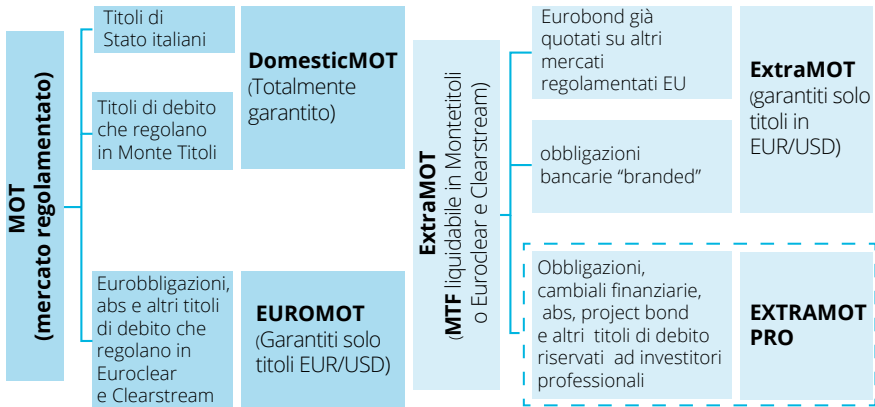
che sovrasta l'intero processo di emissione dei minibond. Essa funge da ente di controllo verso gli istituti bancari, nonché tutti gli operatori finanziari coinvolti in tale iter e verifica tramite sofisticati sistemi di controllo che tutte le procedure siano adeguate e conformi alle normative vigenti. Nel caso delle emissioni obbligazionarie, come già specificato nel capitolo precedente, la Banca d'Italia è l'organo competente per il censimento delle società emittenti e del rilascio dei codici ISIN necessari per ogni emissione.

Il mercato ExtraMOT PRO: i vantaggi della quotazione

La società emittente, quando decide di avviare l'iter per un'emissione obbligazionaria, può decidere se procedere tramite un private placement, ovvero un'operazione "privata" tra l'emittente ed i sottoscrittori, oppure se optare per una quotazione del titolo di debito su un mercato borsistico. Nel caso dei minibond, nel caso la società optasse per la se-

conda alternativa, ovvero quella della quotazione, il “luogo” dove poter quotare il prestito obbligazionario è un segmento professionale gestito da Borsa Italiana e denominato ExtraMOT PRO. Di seguito verrà spiegato in modo più dettagliato in cosa consiste questo mercato e qual è la procedura di ammissione e le conseguenti modalità di negoziazione. Prima però vale la pena cercare di capire quali sono i motivi per cui una società potrebbe prendere in considerazione la strada della quotazione del titolo obbligazionario che ha deciso di emettere. Innanzitutto ha senso in questo punto della trattazione ricordare che l'avvicinamento ad uno dei cosiddetti alternative investment, quali appunto il minibond, come fonte di finanziamento alternativa e complementare al tradizionale canale bancario, rappresenta sicuramente un primo approccio al mercato dei capitali e un primo passo verso una potenziale apertura ad ulteriori fonti di finanziamento alternative, come per esempio l'ingresso di un partner

industriale o fondo di private equity nel capitale della società. Non vi è alcun dubbio che una sottoscrizione da parte di un fondo di private debt di un minibond di una società emittente può fare da traino per altre potenziali iniziative e scaturire l'interesse da parte di altri operatori come i fondi di private equity. L'optare per una quotazione del minibond può aumentare in modo considerevole la visibilità nei confronti degli operatori di settori specializzati e l'appeal della società emittente verso la comunità finanziaria. Può quindi essere nello stesso tempo una raccolta di nuova finanza, tramite la sottoscrizione di un prestito obbligazionario, ed una implicita operazione di marketing che aumenta la visibilità della società e del suo management che come potrebbe avere come conseguenza positiva la raccolta di ulteriori capitali sotto forma di ingresso nel capitale sociale da parte di fondi di private equity, nonché di altre alternative offerte dal mercato borsistico. Ai fondi di private equity piace il fatto che in

Figura 8**I mercati obbligazionari gestiti da Borsa Italiana**

Fonte: Borsa Italiana, sezione ExtraMOT PROLink

una società target vi sia già la presenza di un altro investitore istituzionale. Sempre in ottica di visibilità e di marketing, il fatto che per un'emissione obbligazionaria venga richiesto da parte degli investitori istituzionali l'assegnazione di un rating privato per la società emittente, potrebbe essere un pretesto per la società per rendere visibile e diffondere il rating emesso da una società di rating rinomata, richiedendo poi eventualmente essa stessa un rating pubblico alla società di rating. Questo potrebbe dare maggiore forza alla società non solo verso gli operatori finanziari, ma anche a tutti gli stakeholder che le ruotano intorno, compresi i fornitori ed i clienti della stessa.

Dopo aver brevemente citato le motivazioni che potrebbero spingere un'impresa ad optare per la via della

quotazione del titolo obbligazionario, vediamo un po' più nel dettaglio in cosa consiste il mercato borsistico dedicato ai minibond.

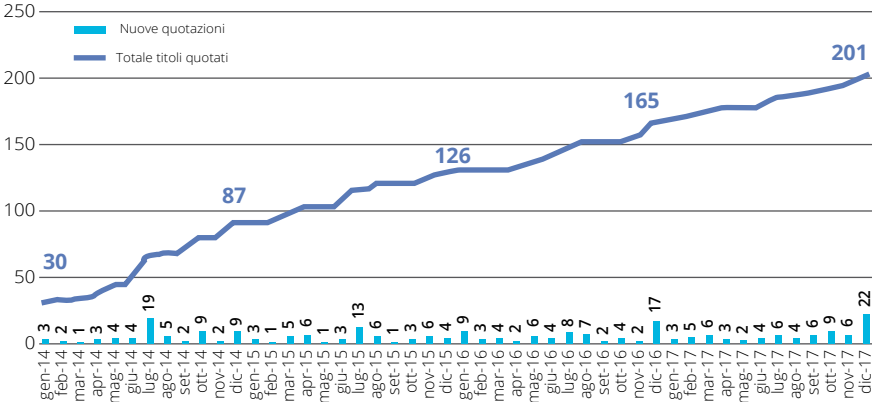
Il mercato ExtraMOT PRO esiste dal 2013 ed è nato come segmento professionale del mercato ExtraMOT gestito da Borsa Italiana dove possono essere quotati diversi strumenti finanziari, quali obbligazioni, cambiali finanziarie, project bond, asset backed securities (ABS) e strumenti partecipativi. Si tratta quindi del listino utilizzato anche per la quotazione dei minibond anche se tecnicamente non viene definito come un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un multilateral trading facility, ovvero un sistema di scambi organizzato che prevede procedure di settlement automatiche, accessibili solo ad investitori istituzionali.

ExtraMOT PRO è dedicato ad emissioni effettuate da parte di società di capitali, cooperative, assicurazioni ed enti pubblici, e operativamente non è necessaria la presenza delle figure del listing partner o del liquidity provider, come previsto per altri mercati. Essendo l'ExtraMOT PRO un listino dove operano solamente investitori istituzionali permette una maggiore flessibilità in quelli che sono i requisiti di ammissione che sono sicuramente meno stringenti rispetto ai mercati aperti anche agli investitori retail (come il mercato regolamentato MOT). Tutto questo si traduce nella possibilità di venire incontro alle esigenze degli investitori e degli emittenti creando delle strutture tailor-made, di avere una gestione dei flussi informativi rapida e, infine, dei costi legati alla quotazione più bassi. Per favorire ancora di più l'incontro tra la domanda e l'offerta è stata creata una piattaforma web centralizzata sul sito di Borsa Italiana denominata ExtraMOT PROLinK, dove gli investitori e le imprese possono incontrar-

si e accedere a tutte le informazioni rilevanti, consentendo agli emittenti di poter collocare minibond direttamente attraverso la piattaforma.

Il mercato ExtraMOT PRO in breve

Alla 31.12.2017, secondo quanto diffuso da Borsa Italiana (*Borsa Italiana, sezione ExtraMOT PROLink*), risultavano quotati su ExtraMOT PRO 201 titoli emessi da 156 imprese diverse, per un valore nominale complessivo di 10,5 miliardi di euro (outstanding). Alla fine dell'anno precedente, invece, risultavano in quotazione 165 titoli emessi da 137 società per un valore nominale complessivo di 6,2 miliardi di euro. Si è quindi assistito ad un aumento delle imprese che hanno deciso di utilizzare lo strumento del minibond quale fonte di finanziamento e ad un aumento del valore complessivo delle emissioni. Le nuove quotazioni nel 2017 sono state 75 ed i delisting 39, legati più che altro a titoli in scadenza nel corso dell'anno ed in misura minore a casi di rimborso

Figura 9**Numero di titoli quotati all'ExtraMOT PRO dal 2014 al 2017 (al netto dei delisting)**

Fonte: Borsa Italiana

anticipato di obbligazioni callable, oltre ad un caso di fallimento da parte dell'emittente ed un caso di rimborso anticipato richiesto dell'emittente. Nel 2017 si è dunque confermata la progressiva crescita del mercato, grazie ad un flusso "stabile" di nuove ammissioni, con un vero e proprio record in dicembre che ha visto ben 22 ammissioni (*Borsa Italiana, sezione ExtraMOT PROLink*). Nella figura seguente si sono considerate solamente le emissioni quotate sotto i 50 milioni di euro. Sono escluse quindi le emissioni più grandi e tutte quelle avvenute tramite private placement. Durante l'anno 2017 su ExtraMOT PRO si sono registrati scambi attraverso 1.362 contratti (contro i 978 dell'anno precedente, in aumento del 39%), per un controvalore di 105

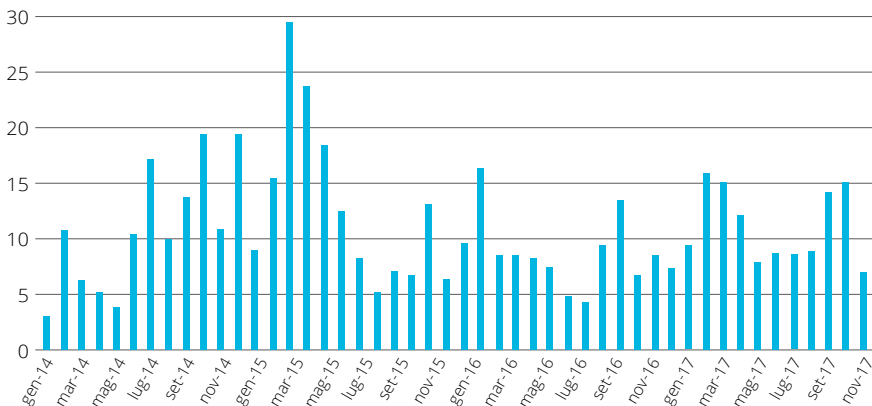
milioni di euro (in aumento del 22% rispetto al 2016). Il controvalore medio di ogni contratto è dunque pari a € 94.056, inferiore rispetto al passato. Si è quindi assistito ad un numero maggiore di emissioni quotate di minibond con un taglio medio minore. Osservando il controvalore mensile delle contrattazioni si nota che i numeri sono relativamente contenuti, ma bisogna ricordare che si tratta di un mercato aperto solo a investitori istituzionali, che il più delle volte operano con una logica "buy and hold".

Il documento di ammissione

Una società che decide di intraprendere l'iter di quotazione del minibond in emissione ha l'obbligo di redigere un prospetto o, in alternativa, un documento di ammissione.

Figura 10

Controvalore mensile degli scambi avvenuti su ExtraMOT PRO dal 2014 al 2017



Fonte: Borsa Italiana

Questo deve per forza attenersi alle disposizioni del Regolamento Prospetti 809/2004 in cui sono definite le informazioni che devono essere contenute, il modello del prospetto e gli aspetti relativi alla sua pubblicazione e diffusione. Il prospetto è generalmente utilizzato da grandi società per emissioni obbligazionarie superiori ai 200 milioni di euro, mentre il documento di ammissione è preferibile per emissioni minori e deve seguire le disposizioni del regolamento del segmento ExtraMOT PRO che prevede che il documento di ammissione contenga le seguenti informazioni fondamentali:

- l'identificazione delle persone responsabili della redazione del documento;
- i principali fattori di rischio con-

nessi all'emittente e allo strumento di debito (rischi connessi all'indebitamento, al mercato in cui opera la società, rischi dei covenant finanziari e impegni previsti nel regolamento del prestito, rischi legati ad eventuali contenziosi e all'appartenenza dell'emittente ad un gruppo di imprese, le c.d. operazioni con parti correlate, rischi connessi all'attuale congiuntura economica e all'illiquidità delle obbligazioni nel caso in cui non siano coinvolti solamente investitori professionali);

- le informazioni sull'emittente, la sua struttura azionario ed organizzativa;
- il bilancio dell'ultimo esercizio o, in alternativa, le informazioni finanziarie riguardo le attività e

passività, la situazione finanziaria e gli utili o le perdite dell'ultimo esercizio contabile;

- le caratteristiche degli strumenti finanziari;
- le modalità di ammissione alle negoziazioni.

Nel caso la società sia già quotata su un mercato azionario, non è necessaria la produzione dei documenti evidenziati nei primi quattro punti, ma in ogni caso tutte le società emittenti sono tenute a fornire con cadenza annuale un'adeguata informativa riguardante l'utilizzo dei proventi dell'emissione, fino al momento dell'allocazione.

La pubblicazione dei bilanci

Alla società emittente viene richiesta la pubblicazione del proprio bilancio civilistico e, se disponibile, anche consolidato degli ultimi due esercizi contabili, di cui l'ultimo soggetto alla revisione legale di una società di revisione o di un soggetto iscritto all'Albo nel rispetto della normativa descritta nel D.L. 39/2010. L'emittente deve

inoltre prevedere sul proprio sito internet una sezione dedicata agli investitori (di solito chiamata "Investor relations") dove pubblicare il prospetto informativo o il documento di ammissione.

La richiesta di ammissione

L'emittente deve produrre su carta intestata e utilizzando il modello predisposto da Borsa Italiana la domanda di ammissione, sottoscritta dal legale rappresentante della società, e deve contenere un riepilogo delle caratteristiche dei titoli. Alla domanda di ammissione deve essere allegato il prospetto o il documento di ammissione e devono essere indicati il nome del referente informativo e di un suo sostituto, oltre al sito Internet dove sarà pubblicata l'informativa. Non viene richiesta esplicitamente la nomina di un eventuale market maker che garantisca la liquidità del titolo, che rimane facoltativa. Per essere ammessi alle negoziazioni i titoli devono essere liquidabili, in alternativa, su Monte Titoli oppure su Euro-

clear/Clearstream. A tal fine, dopo la richiesta del codice ISIN, l'emittente deve procedere alla richiesta di accentramento dei titoli. In supporto a queste operazioni spesso interviene la banca agente che avendo maggiore esperienza in materia collabora strettamente con la società emittente. Infine, a conclusione delle summenzionate azioni, viene pubblicato l'avviso di avvenuta ammissione dei minibond alla negoziazione su ExtraMOT PRO.

Attribuzione del codice ISIN

Per ottenere l'ammissione alla negoziazione, come visto nel capitolo precedente, la società emittente deve ottenere la dematerializzazione dei titoli attraverso un soggetto autorizzato quale la Monte Titoli e richiedere a Banca d'Italia l'assegnazione di un codice ISIN, ovvero di un codice identificativo universale associato ai titoli. L'attribuzione di un codice ISIN è necessaria anche per i minibond non quotati, ovvero quelli sottoscritti tramite private placement. La pro-

cedura per la richiesta prevede la compilazione di un modulo standard e l'inoltro via internet sul sito di Banca d'Italia. Entro le 48 ore successive alla richiesta, la società riceve i codici di accesso con cui può richiedere l'assegnazione del codice ISIN. Per poter procedere con la richiesta del codice ISIN, la società emittente dovrà allegare la seguente documentazione:

- il regolamento del prestito;
- il verbale di approvazione della delibera dell'emissione da parte dell'organo di amministrazione;
- la dichiarazione in cui l'emittente accetta il ruolo di sottoscrittori da parte degli investitori istituzionali.

Gli obblighi post-quotazione

Una volta avvenuta la quotazione di un minibond, l'emittente è tenuto a pubblicare regolarmente sul proprio sito la seguente documentazione:

- il bilancio annuale certificato (civile e, se disponibile, consolidato), entro sei mesi dalla fine dell'esercizio;

- l'eventuale assegnazione di rating pubblico e di update del giudizio in fase di monitoraggio;
- le informazioni "price sensitive" sulla società che possano influenzare il valore dei minibond;
- le eventuali modifiche delle caratteristiche dell'emissione e/o delle modalità di esercizio dei diritti dei sottoscrittori;
- l'informativa tecnica sui titoli, comprendente il calcolo degli interessi, l'eventuale rimborso anticipato dei titoli, ed altre eventuali opzioni.

Le possibili evoluzioni future dei minibond

Durante gli ultimi anni il mercato dei minibond ha continuato ad assumere un ruolo sempre più importante all'interno del panorama degli alternative investments. Questo strumento è stato protagonista di un numero sempre maggiore di emissioni e rappresenta ad oggi una valida alternativa di finanziamento a disposizione delle imprese, in modo

particolare per le PMI. Il suo appeal rispetto al canale tradizionale bancario, che rappresenta in ogni caso la fonte di finanziamento principale in Italia, è quello di essere uno strumento allo stesso tempo moderno/innovativo e flessibile, che consente agli imprenditori di compiere un primo passo verso il mercato dei capitali. Oltre ad una ormai costante convenienza economica nel lungo periodo rispetto al credito bancario, il minibond si rivela come una palestra in vista di operazioni più complesse e strutturate quali la quotazione in borsa o l'ingresso di fondi di private equity. La relazione ed il contatto con investitori istituzionali e professionali durante il percorso di emissione, infatti, consente alle imprese emittenti di entrare in contatto con specialisti della finanza e gli addetti ai lavori e di sfruttare quindi questo momento per acquisire delle competenze finanziarie più evolute e apprendere gli strumenti più adeguati per una migliore configurazione del delle fonti di finanziamento e

più in generale una struttura del capitale più opportuna per le proprie aziende. In ottica strategica quindi ci si attende che lo strumento del minibond continuerà anche in Italia ad avere una buona presa sul tessuto imprenditoriale ed economico locale e che le aziende continueranno sempre di più a scegliere fonti di finanziamento alternative, compreso il minibond, per sostenere il capitale circolante e per finanziare gli investimenti. Il potenziale di espansione del minibond in Italia è notevole, dal momento che analizzando come si finanziano le aziende di Paesi vicini come la Germania e l'Inghilterra si evince che quest'ultime si finanziano oggi molto di più attraverso emissioni di obbligazioni rispetto al canale bancario tradizionale. L'Italia per ragioni storiche rimane ancora molto ancorata al credito offerto dagli istituti bancari, ma si sta verificando un rapido sviluppo ed un interesse sempre maggiore per l'utilizzo del bond come fonte di sostegno ad investimenti e alla struttura finanziaria

delle aziende. Sicuramente con l'abbandono del quantitative easing ed il rialzo dei tassi che ci si aspetta per il futuro prossimo e l'introduzione di nuovi sistemi di valutazione in bilancio degli strumenti finanziari (IFRS 9) che penalizzerà probabilmente il sistema bancario, lo strumento del minibond continuerà ad avere un appeal sempre maggiore negli anni a venire.

Dal punto di vista degli investitori, invece, comincia ad avviarsi la fase conclusiva del primo ciclo di investimenti cominciato qualche anno fa che vede il rimborso delle quote capitali dei prestiti. Nell'anno in corso è prevista la scadenza di oltre 50 titoli che corrispondono ad un flusso che rientra agli investitori di circa 2 miliardi di euro. Sono in partenza però, da parte dei vari operatori istituzionali che operano nel private debt, dei nuovi fondi di minibond che a differenza dei primi cercheranno di sfruttare le sinergie offerte con il rapido sviluppo del direct lending. Il 2018 dovrebbe chiudersi verosi-

milmente con un numero di emissioni almeno pari a quelle avvenute nell'anno precedente.

Per i prossimi anni ci si aspetta un numero crescente di iniziative simili alla grande operazione chiamata ELITE Basket Bond, che ha avuto in questi anni un notevole successo ed ha determinato un volano che ha attratto investitori esteri e risorse dall'Unione Europea; probabilmente iniziative simili verranno create sotto forma di Basket Bond più locali con territorialità e bacini geografici meno ampi e più delineati, in modo da far arrivare il messaggio culturale finanziario anche in zone geografiche più periferiche e lontane dalle maggiori piazze finanziarie.

Interessante sinergia potrebbe essere creata in futuro con la nuova introduzione dei PIR che al momento non sta dimostrando una stretta interazione con il mercato dei minibond, ma che potrebbe comunque in futuro fungere da ausilio alla creazione di liquidità nel mercato.

Con la recente ripresa del mercato

immobiliare che esce da un periodo di forte crisi, lo strumento del minibond potrebbe essere interessante per la raccolta di capitale; nel 2017 in ambito immobiliari si sono registrate 12 emissioni per un totale di oltre 300 milioni di euro raccolti. Questo sviluppo potrebbe rappresentare un rilancio del settore immobiliare grazie al traino di altri attori specializzati.

Durante l'anno 2017 è stato introdotto un segmento del listino dedicato esclusivamente ai social e green bond, strumenti che potrebbero rappresentare un'interessante novità per il futuro prossimo vista la grande attenzione attuale nei confronti di tematiche che riguardano gli ambiti sociali e legati all'ambiente. In generale comunque l'Italia rappresenta uno dei Paesi di riferimento nel mercato del minibond sia in termini di numero di emissioni, e quindi di aziende coinvolte, sia in termini di volumi delle emissioni; ci sia attese pertanto una prosecuzione di questo trend anche per gli anni a venire.

Finito di stampare nel mese di gennaio 2019 presso:

Errestampa Srl

Via Portico, 27 - 24050 Orio al Serio (BG)

DISCLAIMER

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento.

Le opinioni espresse in questo documento non costituiscono una consulenza all'investimento o altra forma di consulenza in materia di investimenti e possono essere soggette a modifiche. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Open Financial Communication e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Open Financial Communication non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia. Open Financial Communication declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Le informazioni riguardanti le performance passate di qualsiasi strategia di investimento non garantiscono e non sono indicative di possibili performance future. L'investimento in strumenti finanziari può comportare un elevato grado di rischio e può comportare perdite anche superiori al capitale inizialmente impegnato. Tale documento non costituisce materiale pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.

Autori

Maurizio Puzzonìa

Maurizio Puzzonìa è dottore in economia aziendale, laureato con il massimo dei voti e lode presso l'Università degli Studi di Perugia, ha inoltre conseguito con successo un master in Global Marketing, Comunicazione & Made in Italy. Già collaboratore immobiliare con esperienza pluriennale, ottiene nel 2010 l'abilitazione alla professione di "Agente di Affari in Mediazione Immobiliare" presso la Camera di Commercio di Terni. Maurizio opera autonomamente da oltre sette anni sul mercato mobiliare internazionale, è inoltre co-autore per diverse pubblicazioni internazionali in ambito economico.

Edoardo Maria Venosi, CFA - Investimenti Alternativi - Sara Assicurazioni SpA

Edoardo gestisce il programma di investimenti alternativi per Sara Assicurazioni focalizzandosi sulla valutazione e selezione di fondi di Private Debt, Private Equity e Infrastrutture. Ha precedentemente ricoperto il ruolo di Portfolio Manager di prodotti ABS/MBS presso la P&G Alternative Investments SGR e operato come trader obbligazionario presso la Marex Spectron di Londra. Edoardo ha conseguito una doppia laurea in International Management e Finanza presso la Fudan University di Shanghai e la LUISS Guido Carli di Roma, dove oggi è titolare di corsi sull'etica finanziaria. È CFA Charterholder dal 2015 e collabora attivamente con la CFA Society Italy come membro del comitato organizzativo della Fund Management Challenge.

Ringraziamenti

Si ringrazia Gianluca Moretti, CFA per i contributi prestati al completamento di questa guida.

CFA Society Italy

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana.

CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy ha attualmente oltre 400 soci attivi, nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 150.000.

Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale.

I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi.

CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri.

I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la possibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative.

L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.