Anthilia SGR
Capital Partners

Patrimoni

18 giugno 2016
Patrimoni

La vera alternativa? Private equity & private debt

*Per allargare lo spettro oltre i magri rendimenti dei **titoli di stato** e dei bond delle grandi corporation, si può puntare sulle iniziative volte all'ingresso nel **capitale** delle **aziende medie e piccole** e nell'acquisto del loro debito consapevoli di dover gestire rischi più alti*

di Daniele Colantonio*

Qualche anno fa, con la politica monetaria ultra espansiva della Fed, fu coniato dal mercato il termine **new normal** per indicare un nuovo equilibrio economico basato sull'assenza di remunerazione per la liquidità in tutte le sue forme, con effetti incerti sullo sviluppo delle economie dei principali paesi sviluppati.

Il ciclo economico in pochi mesi ha prodotto un new new normal, ancora diverso, quello dei **tassi negativi**, che sta modificando le caratteristiche del credito e l'approccio agli investimenti, con particolare riferimento all'economia continentale. Qualche economista giudica la traiettoria di questo percorso come una deriva giapponese, altri come la giusta reazione, ancorché tardiva, a uno shock di economia reale propagatosi in Europa a seguito della crisi subprime americana.

Le molteplici radici del problema, tuttavia, non modificano il quadro di fatto: la gestione di un portafoglio finanziario ha visto **alzarsi il livello di rischio** necessario per traguardare qualche punto percentuale di remunerazione in un arco di tempo ragionevole. Questa nuova realtà impone di **allargare lo spettro di investimenti** ben oltre le prospettive tradizionali dei titoli di stato o delle grandi corporation europee e americane, dando più spazio ai cosiddetti **investimenti alternativi**.

*Colantonio è head of business development Anthilia Capital Partners

Attenzione, sono alternativi perché legati a forme diverse dalla remunerazione di una azione o un'obbligazione: hanno attività sottostanti meno liquide ma con aspettative di rendimento ben superiori a quanto offerto dal mondo tradizionale. Se questo è il new new normal, i rischi connessi a queste nuove forme alternative come devono essere analizzati e mitigati per contemperare adeguatamente **opportunità e minacce**, al pari di quanto accade per qualsiasi scelta patrimoniale di lungo termine?

Le tre principali forme di investimento alternativo sono quelle relative alle **infrastrutture**, al **private equity** ed al nascente segmento del **private debt**. Tutte rivolte all'economia reale, guardano direttamente all'attività di impresa nelle sue molteplici forme: produzione industriale, servizi, grandi progetti di trasporto, energia e utilities. I segmenti del private equity e del private debt in particolare hanno uno stretto legame con un comparto molto importante per l'economia reale europea, **quello delle Pmi**. Queste ultime rappresentano il tessuto produttivo che origina gran parte del Pil continentale, soprattutto in Italia e Germania.

Particolare attenzione meritano alcuni rischi connessi a questo tipo di investimenti: il rischio mercato, liquidità, default, concentrazione, paese, dimensione dell'azienda target. Il **rischio mercato** ha a che fare con l'intero ecosistema in cui opera l'azienda, un rischio che l'investitore assume investendo in uno specifico settore industriale soggetto di per sé ai cicli economici, ai tassi di interesse, al mercato delle materie prime ed al ciclo dei consumi.

Il **rischio liquidità** è centrale in questo tipo di investimenti e nel private equity è mitigato da una attenta politica di gestione dei patti parasociali con l'imprenditore. La costruzione di una exit dall'investimento è attività da realizzare ex-ante, prima di formalizzare un qualsiasi impegno contrattuale con la proprietà dell'azienda, ed è costruita attraverso accordi che non lascino al solo imprenditore la decisione di quotazione o di altra operazione straordinaria. Per il private debt gli investimenti sono tradizionalmente rappresentati da strumenti a scadenza e pongono minori rischi dal punto di vista della liquidità del sottostante rispetto al caso del private equity o rispetto ai fondi immobiliari. È ancora limitata la possibilità di vendere sul mercato le quote di un fondo detenuto da un investitore professionale (sia di private equity sia di private debt) ma è in crescita il numero di strumenti specializzati nei vari segmenti sul mercato secondario che valutano l'acquisizione di quote da portafogli di altri investitori che in questo modo possono gestire un'uscita anticipata rispetto agli iniziali obiettivi di investimento.

Il **rischio default** è centrale nel tema del debito e su di esso si concentra il processo di selezione dell'azienda, della scelta dei covenant di emissione (gli obiettivi che la società si impegna a raggiungere) e dell'analisi del busi-

ness plan collegato. La mitigazione di questo rischio è principalmente legata alla qualità del processo di selezione. Occorre una procedura, un'esaustiva documentazione, l'accuratezza della data room (in cui sono tutti i documenti necessari per decidere), procedure ad hoc per la gestione dei conflitti di interesse, servono qualità dell'advisory board e garanzie accessorie. Molte realtà di private debt fanno uso di società di rating specializzate, che, oltre a fornire una due diligence indipendente, permettono di associare all'azienda target una specifica probabilità di default e di rendere documentabile su una scala di rischio oggettiva ogni singolo investimento.

Il **rischio Paese** può essere interpretato come parte integrante del rischio mercato: esistono strumenti di copertura molto liquidi sia di natura azionaria sia obbligazionaria (futures e opzioni). Questi ultimi possono essere agevolmente utilizzati all'interno del portafoglio, ma con un'accortezza: gli investimenti in aziende sono legati a dati di bilancio consolidati che viaggiano spesso a velocità diversa rispetto a quella di propagazione delle aspettative dei mercati finanziari; questa sfasatura tra copertura e sottostante è anch'esso un rischio da tenere sotto attenta osservazione dal gestore di portafoglio.

In ultimo, ma non per importanza, vengono i **rischi di concentrazione** e di dimensione dell'azienda target. I presidi per mitigare questi rischi sono nei regolamenti dei veicoli di investimento che devono disciplinare con cura i limiti di esposizione per singolo emittente e settore industriale e i limiti dimensionali delle aziende target (generalmente per fatturato o reddito operativo lordo, ebitda). Investire in aziende con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro pone rischi peculiari a livello di portafoglio, in virtù della potenziale volatilità del conto economico, della struttura organizzativa e manageriale a presidio delle attività e non da ultimo della stabilità della base clienti. Investire in private debt e private equity è oggi un'opportunità pratica, non intellettuale. Conoscere i rischi e verificarne l'effettiva mitigazione da parte degli operatori specializzati è l'unica strada concreta per avvicinasi a questo ampio spettro di opportunità. Con il mercato attuale e dopo quasi dieci anni dallo scoppio della crisi finanziaria americana, queste sfide sembrano destinate a rappresentare la «nuova normalità» per gli investitori istituzionali. P