

Swiss Finance Institute Roundups

Mercati privati a un bivio: crescita, frizioni e futuro

Editoriale



I mercati privati sono cresciuti rapidamente e oggi svolgono un ruolo importante nella finanza globale. Le interviste in questa tavola rotonda di esperti nel campo mostrano come questi mercati stiano evolvendo in un contesto di minore liquidità, valutazioni che si adattano lentamente e regolamentazione crescente. Gli esperti concordano sul fatto che i mercati privati non garantiscono più una sovraperformance in modo automatico e che i loro rischi sono spesso sottovalutati. Restano tuttavia utili per gli investitori disposti ad accettare lunghi orizzonti e una trasparenza limitata. Il successo dipenderà meno dall'ingegneria finanziaria e più da un'analisi accurata, da un'equa convergenza di interessi tra gestori e investitori e da aspettative realistiche sui rendimenti in un contesto più maturo e competitivo.

Vi auguriamo una lettura istruttiva e stimolante.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'F. Degeorge', with a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Collaboratori



Pascal Böni

Pascal Böni è Chief Executive Officer e Chairman of the Board di Remaco Advisory Services, dove fornisce consulenza a imprenditori e investitori su decisioni finanziarie strategiche. È inoltre Professore di Finanza e Mercati Privati presso l'Università di Tilburg, dove dirige il Tilburg Institute for Private Markets, e Direttore accademico dei programmi MBA in Finanza e Master in Finanza presso l'Università di Basilea. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università di Tilburg.



Stefan Pomberger

Stefan Pomberger è cofondatore, Managing Director, e Head di cosmofunding, la piattaforma di finanziamento digitale lanciata da Vontobel per mettere in contatto investitori ed emittenti. Fa inoltre parte dei consigli di amministrazione di STANA Holding, un family office privato, e della Swiss Marketplace Lending Association. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università Johannes Kepler di Linz.



Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach è SFI Senior Chair e Professore di Finanza presso l'EPFL, il Politecnico Federale di Losanna. La sua ricerca si concentra sulla finanza aziendale, sulla governance e sul ruolo del private equity e del capitale di rischio nei mercati dei capitali. È research member dell'European Corporate Governance Institute e Presidente del comitato scientifico consultivo dell'Halle Institute for Economic Research. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università della Pennsylvania.



Vesa Pursiainen

Vesa Pursiainen è membro della facoltà SFI e Professore associato di Finanza presso l'Università di San Gallo. Le sue ricerche riguardano il private equity, la finanza comportamentale, la finanza imprenditoriale e familiare e la finanza aziendale. Prima di far parte dell'Università di San Gallo, è stato ricercatore presso l'Università di Zurigo e l'Imperial College di Londra e ha lavorato nel settore finanziario presso Oaktree Capital Management e J.P. Morgan. Ha conseguito un Dottorato di ricerca in Finanza presso l'Università di Hong Kong.



Andreas Nicoli

Andreas Nicoli è Head of Private Equity presso la Zürcher Kantonalbank, dove ha svolto un ruolo fondamentale nella creazione del fondo Swisscanto Switzerland Growth Fund e del fondo Swisscanto World Carbon Solutions Fund, entrambi rivolti a investitori qualificati, con accesso a società di crescita e *buyout* non quotate in borsa in fase di espansione. Oltre alle sue attività bancarie professionali, ha co-fondato Focuswater, la prima azienda svizzera di acqua vitaminica, di cui è stato Chief Financial Officer e membro del Consiglio di amministrazione fino all'acquisizione da parte di Rivella. Ha conseguito un Master of Arts in Economics and Business Administration presso l'Università di Zurigo ed è un CFA *charterholder*.

Questa versione è una traduzione della versione originale in inglese. La versione originale è disponibile su <https://www.sfi.ch/rndp-pm25>

Disegnare la mappa del paesaggio: dimensioni, portata e percezioni errate

Dove iniziano e finiscono i mercati privati?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** I confini tra mercati privati e pubblici stanno diventando sempre più labili. I mercati privati comprendono in genere qualsiasi strategia di investimento al di fuori dei mercati quotati, per esempio il private equity, il credito privato, il capitale di rischio, l'immobiliare e le infrastrutture. Sono esclusi le azioni quotate, il reddito fisso liquido e gli strumenti negoziati in borsa. Le strutture ibride, come le società di sviluppo aziendale nel settore del credito privato o i fondi di private equity semi-liquidi per gli investitori al dettaglio, confondono tuttavia il quadro. Questo crea una sfida nell'allocazione degli investimenti, poiché le dimensioni, il rischio e il ruolo dei mercati privati in un portafoglio variano notevolmente a seconda di ciò che viene incluso. Anche per i responsabili politici, le definizioni confuse rendono più difficile la valutazione dei rischi e l'applicazione di una regolamentazione coerente.

Qual è il veicolo standard di un mercato privato e come si muovono al suo interno i capitali e le commissioni?

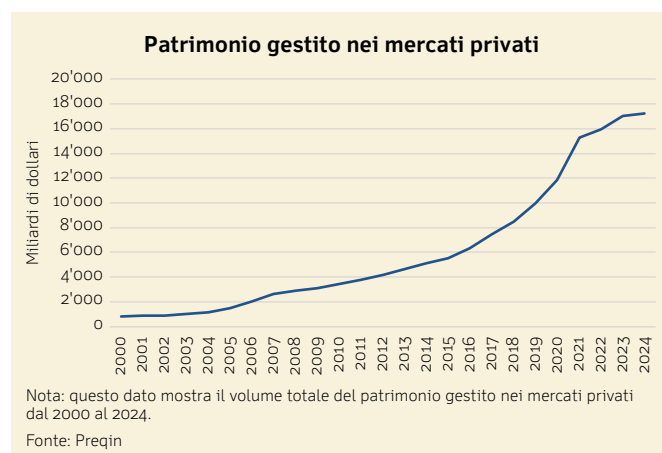
► **Vesa Pursiainen:** Il veicolo standard nei mercati privati è il classico fondo di *leveraged buyout* (LBO), un fondo chiuso con una durata limitata. Gli investitori, noti come *limited partner* (LP), impegnano il capitale all'inizio. Il gestore e decisore del fondo, noto come *general partner* (GP), attinge a questo capitale nel corso del tempo per finanziare le acquisizioni. Una volta raccolto, il *pool* di capitale è fisso e gli investitori non possono entrare o uscire liberamente. Il capitale scorre attraverso diverse fasi. La prima è la raccolta di fondi, quando il GP si assicura gli impegni degli LP. La seconda è la fase di investimento, durante la quale gli LP soddisfano le richieste di capitale, mentre il GP investe nelle società in portafoglio. La terza è la fase di gestione, durante la quale il GP lavora a stretto contatto con le società per migliorarne le operazioni e le prestazioni. Nella quarta il valore viene realizzato al momento dell'uscita, per esempio attraverso offerte pubbliche iniziali (Initial Public Offerings – IPO) o vendite ad altri fondi o ad acquirenti strategici. Infine, al momento della liquidazione, i proventi vengono ridistribuiti agli LP.

► **Andreas Nicoli:** Le commissioni e gli incentivi sono stratificati sulla struttura del fondo. Le commissioni di gestione sono applicate al capitale impegnato durante le fasi di raccolta di fondi, di distribuzione e di gestione, e al capitale investito durante la fase di raccolta. Queste commissioni coprono i costi operativi, di *due diligence* e di gestione del portafoglio, ma non sono destinate a essere la fonte primaria di profitto per il GP. L'allineamento con gli LP deriva principalmente dal *carried interest* (commissione di performance), la quota del GP sui profitti del fondo una volta che

i suoi rendimenti superano un certo importo, noto come tasso soglia. Questo sistema premia le uscite di successo e i buoni risultati, ma può anche creare tensioni se i GP raccolgono fondi maggiori di quelli che possono impiegare, o investono in opportunità più deboli solo per evitare di lasciare il capitale inutilizzato.

Quanto sono grandi i mercati privati e come si confrontano con quelli pubblici?

► **Pascal Böni:** I mercati privati sono cresciuti rapidamente negli ultimi 20 anni, ma rimangono molto più piccoli di quelli pubblici. Secondo Preqin, il patrimonio totale in gestione (Assets Under Management – AUM) è di poco superiore ai 17.000 miliardi di dollari. Di questi, il private equity è la componente più grande, con 11.000 miliardi di dollari, seguito dagli asset immobiliari, appena sopra i 2.000 miliardi di dollari, e dal credito privato, leggermente sotto i 2.000 miliardi di dollari. Il settore rimane geograficamente concentrato, con oltre la metà di questi asset in Nord America e poco più del 20% in Europa e Asia. Nonostante questa crescita, le recenti tendenze di raccolta fondi sono state meno vivaci. La raccolta globale di fondi di private equity è diminuita per tre anni consecutivi, passando da 1'400 miliardi di dollari nel 2021 a poco meno di 1'000 miliardi di dollari nel 2024. Tuttavia, il capitale non investito ("dry powder") ossia il capitale impegnato non ancora impiegato, rimane stabile al 25-30% degli AUM, il che suggerisce che il capitale continua a essere impiegato in modo costante.



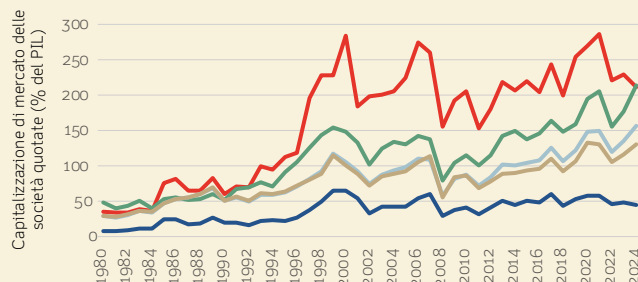
► **Stefan Pomberger:** I dati standard sui mercati privati di solito enfatizzano il private equity, il credito privato, il capitale di rischio e gli asset reali. Ma il quadro cambia radicalmente a seconda di come viene trattato il settore immobiliare. Se l'intero universo immobiliare non quotato – e il relativo finanziamento creditizio – viene conteggiato tra gli asset immobiliari e il credito privato, la dimensione dei mercati privati si espande in modo sostanziale. In Svizzera, il mercato obbligazionario pubblico quotato alla Borsa svizzera rimane un punto di riferimento fondamentale per investitori ed emittenti. Nel 2024 sono stati emessi quasi 80 miliardi di franchi svizzeri in nuove obbligazioni, con capitali che sono affluiti sia a emittenti nazionali sia esteri. Tuttavia, questo mercato pubblico rappresenta solo una frazione del finanziamento complessivo. Oltre il 90% dei finanziamenti avviene ancora a livello privato, con in testa i prestiti garantiti da ipoteca, seguiti da linee di credito a breve termine a imprese e istituzioni finanziarie, prestiti a enti del settore pubblico, comprese le imprese affiliate allo Stato, e prestiti a individui con un elevato patrimonio netto e a piccole e medie imprese.

Quanto sono grandi i mercati pubblici e come sono evoluti insieme a quelli privati?

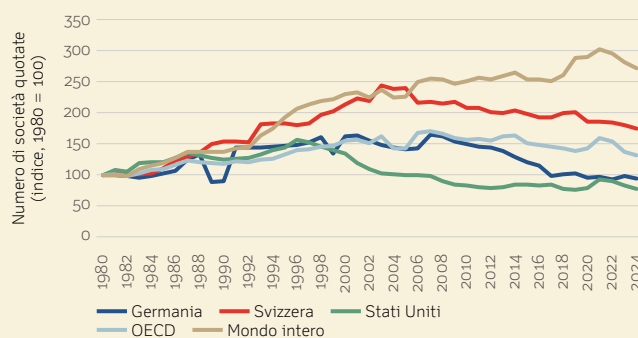
► **Rüdiger Fahlenbrach:** Le dimensioni dei mercati pubblici dipendono da come si sceglie di misurarli. Da un lato, il numero di società quotate è diminuito costantemente, aumentando la concentrazione del mercato. Dall'altro, nell'ultimo quarto di secolo la capitalizzazione di mercato aggregata delle azioni quotate rispetto al PIL ha registrato una forte espansione. La motivazione della quotazione in borsa è cambiata. Un tempo le Initial Public Offerings (IPO) raccoglievano capitali per finanziare la crescita, ma dalla crisi finanziaria globale del 2008 sono servite più spesso come eventi di liquidità per i primi investitori e dipendenti, dato che i mercati privati detengono già grandi quantità di liquidità. L'IPO di Amazon nel 1997, con una capitalizzazione di mercato di poco superiore ai 550 milioni di dollari, ha raccolto nuovi capitali per l'azienda e ha dato agli investitori pubblici accesso a una storia di crescita in fase iniziale. Per contro, Palantir, una società di analisi dei dati, si è quotata in borsa nel 2020, attraverso una quotazione diretta (*direct listing*), con una capitalizzazione di

mercato di circa 20 miliardi di dollari alla fine del suo primo giorno di negoziazione. Senza emissione di nuove azioni e senza raccolta di fondi, la quotazione ha fornito liquidità principalmente agli azionisti e ai dipendenti esistenti, anziché finanziare la crescita futura. Questo cambiamento ha limitato le opportunità di crescita a disposizione degli investitori del mercato pubblico. Il fenomeno è rafforzato dalle fusioni e dalle acquisizioni: molte aziende quotate, soprattutto nei settori industriali ad alta intensità di capitale, sono state ritirate dalla Borsa.

Cap. di mercato delle società quotate in proporzione al PIL



Società quotate nelle borse nazionali



Nota: questa figura mostra la capitalizzazione di mercato delle società nazionali quotate in borsa in percentuale del PIL e il numero di società quotate a fine anno, indicizzato a 1980 = 100, dal 1980 al 2024, comprese le società estere quotate esclusivamente in borsa.

Fonte: Indicatori di sviluppo mondiale (Banca Mondiale)

In che modo il livello di dry powder influisce sulle dinamiche di mercato?

► **Andreas Nicoli:** Secondo i dati di S&P, il dry powder del private equity ha raggiunto un picco nel 2023, con circa 2'700 miliardi di dollari, per poi diminuire nel 2024 e nel 2025. Livelli elevati di dry powder dimostrano sia la forza del mercato sia il potenziale di crescita futuro, ma fanno anche pressione sui GP affinché mettano a frutto il capitale entro la durata dei loro fondi. Questa pressione può portare a una concorrenza più dura, a operazioni più deboli e a una compressione dei rendimenti. Il dry powder, a differenza della liquidità disponibile nei mercati pubblici, non è liquido. Riflette gli impegni degli LP a fornire finanziamenti nel corso del tempo, segnalando sia la fiducia sia le possibili sfide in caso di scarsità di operazioni idonee.

Come vengono valutati gli asset privati e quanto sono credibili questi numeri?

► **Vesa Pursiainen:** I GP di solito si affidano a modelli di valutazione interni per monitorare e valutare le società in portafoglio. Ciò consente un giusto grado di discrezionalità. I GP sono spesso cauti nel rivedere i valori comunicati all'esterno. Tendono a evitare di svalutare gli asset, perché ciò implicherebbe perdite e costringerebbe gli LP a svalutare i loro portafogli. Allo stesso tempo, esitano a rivalutare gli asset in modo troppo aggressivo, per evitare di fare troppe promesse se i valori di liquidazione dovessero risultare inferiori. Di conseguenza, le valutazioni sono lente a cambiare. I numeri riportati sulla carta attenuano la volatilità e creano stabilità, ma possono riflettere solo in parte la realtà. In ultima analisi, ciò che conta davvero è la liquidità ricevuta al momento della liquidazione, quando gli asset vengono venduti e le valutazioni vengono testate sul mercato.

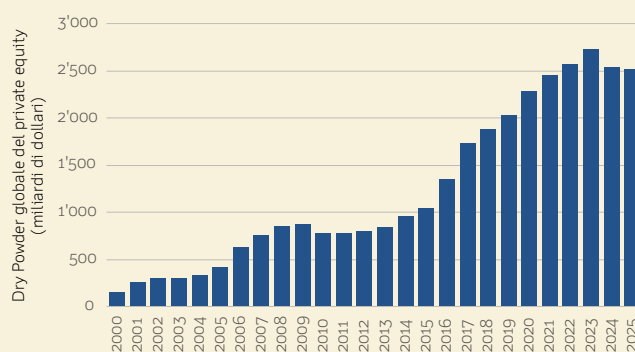
► **Pascal Böni:** La valutazione degli asset privati è tutt'altro che semplice e le sfide sono diverse tra equity e credito. Gli strumenti di credito sono più facili da valutare: poiché il loro valore è vincolato da un piano di rimborso contrattuale e, in alcuni casi, è coperto da garanzie, i loro valori oscillano strettamente intorno al valore nominale. Le valutazioni delle azioni sono più incerte: la loro dipendenza da ipotesi sulle prospettive di crescita e di disinvestimento le rende particolarmente soggette a errori o manipolazioni, soprattutto in corrispondenza dei cicli di raccolta fondi. Sebbene si parli regolarmente di operazioni altamente redditizie nel settore del private equity, il rendimento medio atteso a lungo termine in dollari del private equity, attualmente pari all'11%, è solo marginalmente più interessante di quello del credito privato, per il quale si prevede un rendimento del 9%. Se si considera la volatilità dei rendimenti, il credito privato sembra vincere la gara.

La bassa volatilità segnalata è reale o è solo un ritardo nelle valutazioni?

► **Vesa Pursiainen:** La bassa volatilità segnalata nei mercati privati riflette in gran parte valutazioni basate sulle stime, piuttosto che una reale resilienza. Poiché le valutazioni vengono aggiornate di rado, gli shock a breve termine vengono smussati, creando un'apparenza di stabilità. Sebbene ciò possa incoraggiare alcuni investitori a sottovalutare il rischio, la maggior parte degli LP probabilmente ne comprende la meccanica. Per alcuni investitori, valutazioni più uniformi possono persino essere benvenute, in quanto creano portafogli che sembrano più stabili. In realtà, gli asset privati rimangono sensibili alle condizioni macroeconomiche e finanziarie tanto quanto le loro controparti pubbliche. Ritirare un'azienda dalla Borsa non la rende più stabile, così come la quotazione in borsa di un'impresa privata non ne rende più rischiosa l'attività.

► **Stefan Pomberger:** La volatilità nei mercati privati assomiglia alle probabilità di default che un tempo erano implicite nelle tabelle storiche di default, prima dell'avvento dei *credit default swap*. All'epoca, le probabilità derivavano da rating statici e non da strumenti negoziati con domanda e offerta dinamiche. La volatilità dichiarata appariva quindi bassa, ma quella reale era sottostimata. L'arrivo dei *credit default swap* ha cambiato il quadro, aggiungendo liquidità e rendendo i mercati più trasparenti e più facili da coprire in tempi normali, ma anche rendendoli più inclini a forti impennate durante i periodi di stress. Oggi i mercati privati possono trovarsi in una posizione simile, apparendo stabili soprattutto perché le contrattazioni sono limitate, ma rimanendo vulnerabili a repentini riprezzamenti in caso di necessità di liquidità in periodi di stress.

L'ascesa del Dry Powder nel private equity



Nota: questa figura mostra lo stock globale di Dry Powder nel private equity dal 2000 al giugno 2025.

Fonte: S&P Global

I mercati privati hanno un bilancio credibile delle crisi, o non è ancora chiaro?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Il private equity spesso sembra stabile in caso di crisi, perché le valutazioni non sono valutate al valore di mercato. Ma questo nasconde il fatto che le loro posizioni sono altamente indebitate e possono essere più fragili di quelle dei mercati pubblici. Dopo il crollo delle *dot-com* del 2000-2002, i rendimenti sono crollati a tal punto che persino investitori come CalPERS, il sistema pensionistico dei dipendenti pubblici della California, hanno messo in discussione i loro impegni in questa classe di attività. Nel 2008, durante la crisi finanziaria globale, lo stress principale si è manifestato nei cosiddetti "*hung deals*", in cui le banche hanno sottoscritto grandi acquisizioni ma non sono state in grado di sindacare il debito una volta che i mercati del credito si sono bloccati, lasciando loro l'esposizione. Anche il *venture capital* non è immune. Una calma apparente non deve essere scambiata per un rischio minore.

► **Stefan Pomberger:** Il bilancio è ancora inconcludente. Persino nel credito privato, dove le tensioni emergono più rapidamente rispetto all'*equity*, non esiste un indice di riferimento di crisi completo. Una preoccupazione crescente è la tendenza ad allungare le scadenze per evitare di riconoscere le perdite, rinviando di fatto il problema. Gli accordi conclusi negli anni dei tassi bassi appaiono molto meno attraenti nell'attuale contesto di tassi più elevati, dove i titoli di Stato spesso rendono più del credito privato passato. Negli Stati Uniti le proroghe e le rinegoziazioni silenziose sono state strumenti comuni per gestire le pressioni sulla liquidità. La Svizzera, tuttavia, si distingue come un'eccezione, con aumenti dei tassi più contenuti, rapporti di credito più bassi e un uso diffuso di strutture a tasso fisso a lungo termine che finora hanno mantenuto i rischi contenuti.

Quali sono le maggiori percezioni errate che gli investitori hanno dei mercati privati?

► **Andreas Nicoli:** Un mito persistente è che i mercati privati sovraperformino sempre i loro omologhi pubblici. La sovraperformance non è omogenea in tutti gli orizzonti temporali. I mercati privati possono offrire un premio nel lungo periodo, ma si muovono comunque in modo ciclico. I GP di alto livello hanno storicamente generato forti rendimenti, mentre la performance media è diminuita con l'aumento dell'offerta di capitale e il rallentamento dell'attività di transazione. Altre idee sbagliate sono che la volatilità riportata rifletta il rischio reale, che le commissioni e i *lock-up* siano minori o che tutti gli investitori possano accedere ai gestori leader.

► **Pascal Böni:** Molti allocatori partono dal presupposto che il credito privato sia in diretta concorrenza con il credito bancario. In realtà, il rapporto è più complementare. La maggior parte delle aziende del mercato medio oggi si affida a entrambi: le banche forniscono il finanziamento di base, mentre i fondi di credito privato intervengono quando la regolamentazione impedisce alle banche di andare oltre. Le banche stesse spesso concedono prestiti alle società di sviluppo aziendale, che sono fondi di credito quotati in borsa, perché i loro rendimenti corretti per il rischio e le loro strutture di commissioni sono più interessanti rispetto ai prestiti diretti alle imprese.

► **Stefan Pomberger:** Le incomprensioni si estendono agli stessi mercati pubblici. La capitalizzazione di mercato basata sull'ultima contrattazione è una pessima misura del valore di un'intera azienda. La profondità dei *book* di domanda e offerta mostra il perché, dato che solo una piccola parte delle azioni passa effettivamente di mano a quel prezzo. Anche la liquidità è spesso sopravvalutata. E le aziende quotate in borsa, solo una parte del capitale azionario è realmente disponibile per la vendita. Saudi Aramco illustra questo punto. Pur essendo tra le maggiori società al mondo per capitalizzazione di mercato, oltre il 97% delle sue azioni rimane saldamente nelle mani del governo o dei fondi sovrani.

La logica dei mercati privati: teoria, incentivi e realtà

Perché mai esistono i mercati privati?

► **Pascal Böni:** Ogni impresa nasce come privata. L'IPO del 1602 della Compagnia Olandese delle Indie Orientali fu il primo caso in cui una singola impresa raccolse capitali da centinaia di investitori attraverso azioni negoziabili, finanziando il rischioso commercio d'oltremare dell'azienda. Questa fu la nascita dei mercati pubblici, creati per finanziare imprese che richiedevano risorse di dimensioni che nessun piccolo gruppo di mercanti poteva fornire. Oggi, tuttavia, i mercati privati hanno raggiunto un livello di maturità sufficiente per fornire essi stessi questo tipo di capitale. Molte aziende possono ora raccogliere somme consistenti privatamente, evitando totalmente di quotarsi in borsa. I mercati privati offrono quindi un'alternativa completa per le aziende che preferiscono evitare la governance, la divulgazione e le pressioni di mercato derivanti dalla quotazione in borsa, pur continuando a integrare i mercati pubblici per coloro che decidono di accedervi.

► **Andreas Nicoli:** I mercati privati, come qualsiasi altro mercato, esistono per mettere in contatto domanda e offerta. Gli investitori cercano rendimenti, mentre le aziende che hanno bisogno di finanziamenti cercano partner. Ma non tutte le aziende si qualificano per i tradizionali finanziamenti bancari. Le banche si concentrano su mutuatari più sicuri e standardizzati e sono vincolate dalle normative. I mercati privati intervengono laddove il credito bancario non è disponibile, perché le imprese sono troppo piccole, troppo rischiose o troppo specializzate. Il compromesso è strutturale. I mercati privati sono meno liquidi, più bilaterali e più orientati alle relazioni rispetto a quelli pubblici. Questo crea spazio per finanziamenti su misura e per un monitoraggio più attento, oltre che per la creazione di valore, ma comporta anche un periodo di blocco più lungo e una minore trasparenza per gli esterni.

► **Vesa Pursiainen:** I mercati privati possono talvolta essere più adatti a fornire capitali stabili e a lungo termine e modalità negoziali flessibili. Permettono agli investitori di adattare i finanziamenti alle esigenze dell'azienda, di creare incentivi più forti per il management e i dipendenti, di monitorare le aziende più da vicino e di accedere a risorse e competenze esterne. Queste caratteristiche possono essere molto preziose durante i *turnaround* – trasformazioni strategiche che richiedono nuovi approcci – o nelle fasi di forte crescita che richiedono scalabilità e professionalizzazione. Lo svantaggio per gli investitori è l'illiquidità. Il loro capitale è vincolato per lunghi periodi e non possono controllare la tempistica dei loro investimenti. Le commissioni applicate dai fondi del mercato privato sono inoltre molto elevate, anche se la loro performance netta è ancora competitiva.

► **Stefan Pomberger:** La quotazione in borsa è stata il percorso di crescita dominante per le aziende per gran parte del ventesimo secolo, raggiungendo l'apice durante il boom delle dot-com intorno al 2000. Da allora, con la forte espansione dei finanziamenti privati, molte aziende sono state in grado di rimanere private molto più a lungo, o addirittura a tempo indeterminato. Alcune aziende sono persino tornate alla proprietà privata quando le condizioni hanno reso la cosa interessante. Le acquisizioni da parte di Berkshire Hathaway di GEICO, la società di assicurazione auto, e di BNSF Railway, una delle maggiori reti di trasporto merci del Nord America, illustrano questa dinamica. Entrambe le operazioni sono state grandi e trasformative, realizzate in mercati privati al di fuori della portata degli azionisti pubblici. Per gli investitori, l'insoddisfazione nei confronti dei mercati pubblici – dovuta alla loro volatilità, al limitato accesso alle opportunità di crescita o alla crescente concentrazione – ha ulteriormente alimentato il fascino degli asset privati. Rimanere private permette alle aziende di eludere i requisiti di divulgazione e di preservare il controllo, pur attingendo a capitali pazienti a lungo termine. I mercati pubblici e privati quindi coesistono, ciascuno fornendo ciò che l'altro non può fornire.

Quali sono le principali leve della creazione di valore e quanto deriva dall'ingegneria finanziaria?

► **Vesa Pursiainen:** Si può pensare alla creazione di valore nel private equity attraverso tre leve principali. La prima è la crescita: aumentare i ricavi attraverso l'espansione geografica, nuovi prodotti o una maggiore efficienza nelle vendite e nei prezzi. La seconda è l'espansione dei margini: migliorare l'efficienza, ridurre i costi o adeguare la strategia e la composizione del business per aumentare la redditività. Il terzo è l'espansione del multiplo: acquisire società a multipli di valutazione bassi e venderle successivamente a multipli più alti. Sebbene le valutazioni dipendano dalle condizioni di mercato, a volte il GP può orientare attivamente l'azienda verso settori con multipli più elevati e quindi influire attivamente su questo aspetto. Le strategie di consolidamento possono anche consentire l'acquisto di piccole aziende a multipli bassi per creare un'azienda più grande che viene venduta a un multiplo più alto. L'ingegneria finanziaria e la leva finanziaria sono ovviamente importanti, ma non creano valore *di per sé*. Al contrario, facilitano investimenti efficienti e incentivano questioni operative che poi si manifestano in alcune delle tre componenti di cui sopra. L'importanza relativa delle tre componenti è variata nel tempo. Alcuni dati suggeriscono che l'espansione dei margini – il principale indicatore dei miglioramenti operativi che i fondi di private equity sono stati storicamente in grado di apportare – è sostanzialmente diminuita negli ultimi anni. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che il settore è diventato più competitivo, rendendo più difficile trovare obiettivi facili o risultati rapidi.

Il premio di illiquidità è reale e duraturo?

► **Andreas Nicoli:** Gli investitori di solito si aspettano rendimenti più elevati in cambio del blocco del loro capitale e dell'assunzione dei rischi più elevati del private equity, rispetto a classi di asset più liquide e mature. Questa aspettativa viene spesso definita "premio di illiquidità" affidabile. La realtà è meno semplice. La storia dimostra che i rendimenti in eccesso e le anomalie tendono a svanire una volta che vengono ampiamente riconosciuti, soprattutto in condizioni finanziarie favorevoli. Se esiste un premio per l'illiquidità, è probabile che diminuisca man mano che un maggior numero di capitali insegue le stesse opportunità. Trattare come una fonte strutturale fissa di rendimento può quindi essere fuorviante. Nel corso del tempo, i mercati privati dovrebbero in media offrire rendimenti più elevati rispetto ai mercati pubblici, per compensare il loro costo opportunità e i rischi aggiuntivi. Tuttavia, questo risultato non è automatico e spesso dipende dai cicli di mercato, dalla qualità dei gestori e dagli orizzonti di investimento, piuttosto che dalla sola illiquidità. In breve, l'illiquidità è una caratteristica di alcuni investimenti, non una classe di asset in sé.

I fondi di credito privato aggiungono un valore distinto o spostano solo il rischio?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** I fondi di credito privato spesso intervengono in aree in cui le banche si sono ritirate a causa della regolamentazione, come i prestiti al mercato medio. Se da un lato forniscono l'indispensabile accesso al capitale, dall'altro i loro profili di rischio assomigliano spesso a prestiti a leva o a obbligazioni ad alto rendimento, con l'aggiunta di commissioni più elevate. I dati accademici dimostrano che i prestatori non bancari di solito servono mutuatari più rischiosi o più specializzati ed espandono il credito quando le banche si ritirano sotto regole più rigide. Le condizioni del prestito diretto possono essere altamente personalizzate e con clausole leggere, il che implica un monitoraggio e un trasferimento del rischio diversi, piuttosto che una sostituzione integrale di una banca con un'altra. Il valore distintivo del credito privato risiede principalmente nella velocità e nella flessibilità di strutturazione, ma le esposizioni stesse rimangono cicliche e sensibili al credito, lasciando agli investitori un profilo di rischio che non è fondamentalmente diverso dal credito bancario.

► **Pascal Böni:** I fondi di credito privato non sono banche sotto mentite spoglie. Svolgono un ruolo distinto per diversi *stakeholders*. Per gli investitori, veicoli come le società di sviluppo aziendale offrono interessanti rendimenti da dividendi in un formato diversificato e quotato in borsa. Per le banche, rappresentano un modo indiretto per convogliare il capitale verso i mutuatari del mercato medio in un ambiente normativo meno restrittivo. Per le aziende, creano opzioni di finanziamento flessibili e su misura quando il credito tradizionale non è disponibile. Il settore è cresciuto rapidamente, arrivando a gestire quasi 2.000 miliardi di dollari in attivi in gestione (AUM). Questo dato si confronta con il mercato statunitense dei *leveraged loan*, con 1.500 miliardi di dollari in circolazione, e con il mercato statunitense delle obbligazioni ad alto rendimento, con 1.700 miliardi di dollari. Questo confronto dimostra che il credito privato non si limita a riciclare il rischio bancario, ma integra i prestiti bancari e aggiunge valore.

► **Andreas Nicoli:** I fondi di credito privato forniscono finanziamenti flessibili a mutuatari che potrebbero non essere adatti ai prestiti bancari tradizionali. Questi fondi dedicano risorse al monitoraggio dei singoli prestiti, che è costoso per le banche regolamentate. In alcuni casi, le banche preferiscono concedere prestiti indiretti attraverso piattaforme di credito privato diversificate. Le dinamiche di mercato variano da Paese a Paese. In Svizzera, le banche regionali e cantonali mantengono forti legami con le piccole e medie imprese e spesso concedono prestiti direttamente. È più probabile che il credito privato intervenga per le imprese a più alto rischio o che bruciano liquidità. Entrambi i modelli possono coesistere.

Fino a che punto i portafogli pubblici possono replicare i rendimenti del private equity?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** I portafogli pubblici possono replicare parte del profilo di rendimento del private equity orientandosi verso fattori come le *small-cap*, il value e i titoli a leva. La ricerca dimostra che una parte significativa della performance del private equity può essere ricondotta a queste esposizioni sistematiche, rendendo le *proxy* pubbliche utili per l'allocazione o l'indice di riferimento. Allo stesso tempo, la replica non è mai completa. Le strategie pubbliche non possono rispecchiare la tempistica dei richiami di capitale e delle distribuzioni, né possono cogliere la proprietà attiva, l'influenza della governance, i cambiamenti operativi, la leva finanziaria e la strutturazione che caratterizzano il private equity. Per gli investitori, la replica nei mercati pubblici può offrire commissioni più basse e liquidità giornaliera, ma comporta anche errori di tracciamento più elevati. Il private equity rimane un settore a sé stante per coloro che apprezzano la proprietà diretta e i vantaggi percepiti dell'illiquidità.

La sovraperformance persiste anche quando le aziende diventano grandi?

► **Stefan Pomberger:** Il private equity non è un settore uniforme. Le società vanno dalle piccole boutique, con una manciata di professionisti che gestiscono poche centinaia di milioni di dollari, ai mega-fondi che impiegano migliaia di persone e supervisionano oltre mille miliardi di dollari in AUM. Nella fascia più piccola, i gestori si comportano in modo più simile agli imprenditori, in quanto le loro competenze, il loro giudizio e il loro impegno personale hanno un peso maggiore e i loro errori possono essere costosi. Le grandi aziende, invece, hanno già dimostrato le loro capacità e hanno costruito la forza finanziaria necessaria per assorbire le battute d'arresto. L'influenza di un singolo socio si diluisce in un bacino più ampio di talenti e la performance dell'azienda dipende più dai processi istituzionali che dal talento individuale. Per gli investitori, è fondamentale capire chi stanno sostenendo. Gli impegni durano un decennio o più, e la durata della performance dipende non solo dalle dimensioni di un'azienda, ma anche dal fatto che la sua strategia e i suoi incentivi rimangano allineati con quelli dei suoi investitori nel corso del tempo.

Quanto sono sensibili le strategie private ai tassi di interesse e ai cicli macro?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Le strategie private sono molto esposte alle condizioni dei tassi di interesse, data la loro dipendenza dalla leva finanziaria e dalle valutazioni dei flussi di cassa scontati. L'aumento dei tassi di interesse fa salire i costi di finanziamento, riduce le valutazioni degli asset e comprime i multipli di uscita, tutti fattori che incidono direttamente sui loro rendimenti. I dati accademici dimostrano che la leva e il prezzo dei buyout si muovono in stretta relazione con i tassi di sconto aggregati e le condizioni del credito. Quando i premi per il rischio azionario e gli spread di credito si comprimono, l'attività di transazione e le valutazioni aumentano, e quando il credito è a buon mercato, la leva finanziaria e i multipli di ingresso si espandono. In breve, la performance del private equity è strettamente legata al più ampio contesto macrofinanziario, anziché esserne isolata.



I consueti multipli e metriche di performance dei fondi sono una guida affidabile?

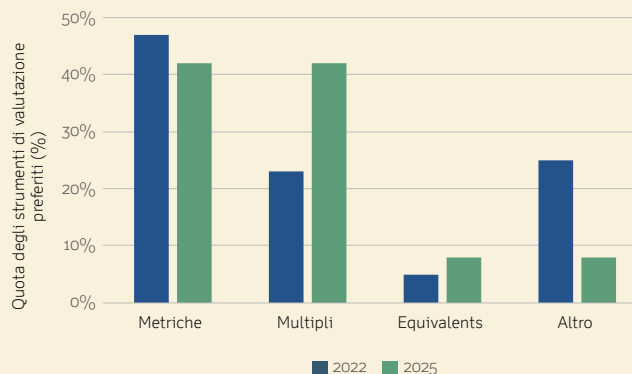
Rüdiger Fahlenbrach: I multipli dei fondi basati sui rapporti, come il Capitale distribuito su capitale versato (Distributed to Paid-In Capital – DPI) o il Valore totale su capitale versato (Total Value to Paid-In Capital – TVPI), offrono comode istantanee della performance. Tuttavia, non sono affatto sufficienti come guida alla strategia d'investimento. Anche le metriche puramente temporali, come il Tasso interno di rendimento (Internal Rate of Return – IRR), sono soggette a distorsioni, in quanto possono essere gonfiate da rapide uscite anticipate e si basano su ipotesi non realistiche di reinvestimenti allo stesso tasso. Questi multipli e queste metriche descrivono i flussi di capitale attraverso un fondo, ma rivelano poco sul rischio, sulla liquidità e sui reali rendimenti economici. Per questo motivo si sono affermate alternative come il Public Market Equivalent (PME) o il Direct Alpha, che permettono di confrontare in modo più realistico la performance dei fondi privati con quella dei mercati pubblici.

Gli strumenti di benchmarking PME e Direct Alpha risolvono davvero il problema?

Vesa Pursiainen: Il PME e il Direct Alpha sono strumenti preziosi e spesso più informativi dell'IRR o dei multipli dei fondi. Tuttavia, presentano delle limitazioni. Entrambi richiedono la selezione di un indice di riferimento, e nessun indice corrisponde perfettamente a un fondo di private equity o al mercato in generale. L'S&P 500, per esempio, differisce dalle tipiche società di buyout in termini di composizione settoriale, dimensioni aziendali, leva finanziaria ed esposizione geografica. Altri indici di riferimento presentano carenze simili. Ciò apre la porta al *benchmark shopping*, in cui i risultati possono apparire più favorevoli a seconda del termine di paragone scelto. Un approccio pratico consiste quindi nel testare i risultati rispetto a diversi indici e concentrarsi sulla coerenza. È inoltre importante notare che queste misure non colgono alcun potenziale premio di illiquidità.

Stefan Pomberger: L'affidabilità dei multipli e delle metriche nei mercati privati è intrinsecamente limitata. Le informazioni sono ritardate e i GP esercitano una notevole discrezionalità su quando e come vengono comunicate. Le misure standard non riescono a cogliere la liquidità e il rischio, lasciando gli investitori senza modi sofisticati per misurare i veri rendimenti economici. Nessun numero può riassumere un universo così complesso. Nel settore del credito, i rating forniscono parametri utili, ma gli investimenti azionari in imprese non quotate richiedono un'analisi più approfondita. Il potere di mercato, la scalabilità, la governance e il grado di *"skin in the game"* possono essere importanti quanto le cifre riportate. In definitiva, la finanza è una scienza sociale, in cui i risultati riflettono non solo i piani aziendali e le metriche, ma anche i cicli, gli incentivi e talvolta la fortuna. Gli investitori che si affidano troppo agli indici principali rischiano di non cogliere le dinamiche più ampie che in ultima analisi determinano i rendimenti.

Metriche di valutazione della performance dei fondi, multipli ed equivalents



Nota: questa figura mostra lo strumento di valutazione preferito nel 2022 e nel 2025. Le metriche rilevano la performance in senso temporale e tengono conto della sequenza dei richiami di capitale e delle distribuzioni (per esempio, l'IRR). I multipli mostrano il rapporto tra il valore creato e il capitale investito, ignorando la tempistica (per esempio DPI o TVPI). Gli equivalents confrontano la performance del mercato privato direttamente con i benchmark del mercato pubblico (per esempio PME). La voce "altro" si riferisce a strumenti che non rientrano in nessuna di queste categorie.
Fonte: McKinsey & Company

Cosa serve per superare la complessità e allocare bene gli investimenti?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** I mercati privati sono intrinsecamente complessi e la gestione di programmi interni richiede competenze approfondite e capitali significativi. Alcuni investitori istituzionali, come l'Abu Dhabi Investment Authority, hanno creato grandi team interni di private equity, mentre altri – in particolare il Fondo Pensione Governativo Norvegese Global – hanno scelto di starne fuori, adducendo preoccupazioni sulle commissioni e sulla mancanza di trasparenza. Anche a livello di migliaia di miliardi di dollari, i mercati privati non sono automaticamente adatti. Per gli investitori al dettaglio, la sfida è ancora più grande. I mercati pubblici beneficiano di autorità di regolamentazione come l'Autorità svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) o la Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense, che applicano rigorosi standard di divulgazione. I mercati privati non hanno una supervisione equivalente, lasciando agli investitori una minore visibilità. Standard di *reporting* più forti e coerenti sarebbero un primo passo per eliminare la complessità e rendere i mercati privati più accessibili.

► **Pascal Böni:** Gli investitori abituati alle quotazioni in tempo reale e agli scambi istantanei nei mercati pubblici devono affrontare una realtà diversa nei mercati privati. Qui le valutazioni sono influenzate da ritardi nella comunicazione dei dati e da pregiudizi nelle valutazioni, e in alcuni casi le operazioni non si chiudono mai. Anche le strutture delle commissioni sono meno

trasparenti rispetto ai veicoli semplici e a basso costo come i fondi negoziati in borsa (Exchange-Traded Funds – ETF). Sviluppare la comprensione e la convinzione di allocare il capitale in questo ambiente richiede tempo ed esperienza. Non si può acquisire da un giorno all'altro.

► **Andreas Nicoli:** Educazione, pazienza e coerenza sono essenziali. Un lungo orizzonte permette ai GP di concentrarsi sulla creazione di valore piuttosto che sul rumore a breve termine, mentre impegni costanti aiutano gli LP a cogliere il *compounding* attraverso i cicli. I mercati pubblici e privati hanno strutture diverse e non possono essere visti con la stessa lente. Gli investitori devono comprendere le diverse tipologie di fondi, poiché le strutture chiuse, aperte, sempreverdi, semi-liquide e di continuazione si comportano tutte in modo diverso. Anche le commissioni, le imposte e la concentrazione influenzano i risultati. Per gli investitori *retail*, la spinta verso la democratizzazione richiede la consapevolezza che i fondi di private equity non sono paragonabili a un indice ETF. Anche all'interno del private equity, le strategie variano notevolmente. Una mega piattaforma di acquisizione potrebbe detenere centinaia di società stabili, mentre un fondo venture può concentrarsi su un piccolo gruppo di startup in fase iniziale. Queste differenze rendono fondamentale il comprendere in quale tipo di veicolo si entra. La diversificazione del portafoglio può essere d'aiuto, poiché le alternative sono meno correlate ai mercati pubblici, ma occorre tenere presente l'orizzonte a lungo termine e la necessità di riserve liquide.



Lo stato attuale della situazione: stress da liquidità e dubbi di valutazione

I fondi privati continuano a "battere i mercati pubblici" e su quali orizzonti?

Vesa Pursiainen: Se i fondi privati superano i mercati pubblici dipende dalla persona a cui si chiede, dai dati utilizzati, dal periodo in esame e dai *benchmark* scelti. In alcuni periodi, il private equity sembra aver fornito rendimenti più elevati. In generale, tuttavia, i rendimenti netti realizzati sono stati vicini a quelli delle azioni pubbliche. Ciò è particolarmente vero negli ultimi anni, quando il settore è maturato e i flussi di capitale sono cresciuti. Questi confronti, inoltre, non correggono pienamente per le differenze di rischio, il che rende l'idea di "battere i mercati pubblici" un po' fuorviante.

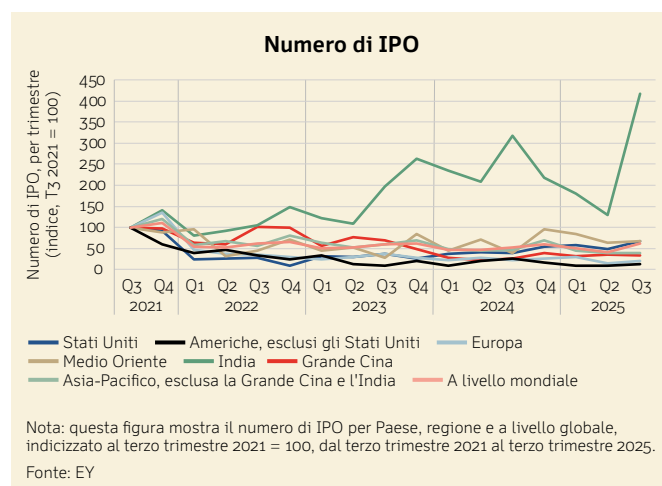
Rüdiger Fahlenbrach: Le ricerche condotte utilizzando benchmark ponderati per i flussi di cassa mostrano che la sovraperformance del private equity è stata episodica e concentrata in determinate annate e strategie. I buyout realizzati negli Stati Uniti prima della metà degli anni Duemila hanno spesso battuto i mercati pubblici di diversi punti percentuali all'anno, mentre il capitale di rischio ha registrato una forte sovraperformance negli anni Novanta, ma ha sottoperformato negli anni Duemila. Studi accademici più recenti rilevano risultati aggregati più vicini ai benchmark pubblici, soprattutto se misurati su base ponderata del capitale. I risultati rimangono ampiamente dispersi, con i fondi migliori che continuano a fornire rendimenti interessanti, ma la persistenza si è indebolita con la crescita del settore. L'idea di un "premio universale del mercato privato" è quindi sovrastimata, poiché la performance dipende in larga misura dalla selezione dei gestori e dal *market timing*.

Perché la liquidità si è ristretta e cosa rivela il polso odierno?

Vesa Pursiainen: La liquidità si è fortemente ridotta a causa dello stallo delle uscite e del rallentamento delle distribuzioni. Gli LP attendono più a lungo i rendimenti di cassa mentre il loro capitale rimane bloccato, il che rende più difficile per i GP raccogliere nuovi fondi. Dal lato dei GP, i portafogli contengono asset che i gestori vorrebbero vendere, ma gli acquirenti scarseggiano ai prezzi richiesti dai gestori. Una serie di shock sovrapposti ha contribuito al rallentamento, tra cui la pandemia COVID-19, le interruzioni della catena di approvvigionamento, l'inflazione, l'aumento dei tassi, le crisi energetiche e geopolitiche e l'incertezza delle politiche commerciali. Tutti questi fattori hanno ritardato i disinvestimenti.

Stefan Pomberger: I cambiamenti normativi e monetari hanno rimodellato la liquidità. Le riforme post-crisi, come Basilea III, hanno spinto le banche verso prestiti più sicuri, lasciando i finanziamenti più rischiosi ai fondi di credito privati. I tassi molto bassi hanno incoraggiato gli investitori a cercare il rendimento, ma l'aumento dei tassi dal 2022 ha invertito questa dinamica. I costi di finanziamento sono aumentati, l'attività di transazione è rallentata e la liquidità nei mercati privati è diminuita. Per ora i tassi di insolvenza rimangono contenuti, ma alcuni settori sono sotto pressione a livello internazionale.

Andreas Nicolì: La liquidità dipende da fusioni e acquisizioni e dall'attività di IPO, che sono state entrambe scarse. Le distribuzioni sono state vicine allo zero per molti fondi, lasciando gli LP senza flussi di cassa da riciclare in nuovi impegni. Anche l'incertezza geopolitica ha frenato l'appetito degli acquirenti. La fase di fundraising è rallentata e sono emersi dubbi sul fatto che le valutazioni dei GP siano realistiche. Il risultato è una situazione di stallo. Dopo un 2024 deludente, c'è un cauto ottimismo sul fatto che la seconda metà del 2025 potrebbe portare a una ripresa. I mercati delle IPO sono ripartiti e potrebbero seguire altri disinvestimenti di sponsor.



Gli investitori stanno respingendo i fondi di prosecuzione guidati dai GP?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** I fondi di prosecuzione consentono ai GP di spostare una o più società in portafoglio da un fondo in scadenza a un nuovo veicolo, fornendo liquidità agli investitori esistenti e ampliando al contempo l'esposizione ad asset ritenuti interessanti. Questi fondi sollevano problemi di conflitto d'interesse, poiché il GP è su entrambi i lati dell'operazione e ne influenza la valutazione, le commissioni e le condizioni. Per risolvere questo problema, i processi si affidano sempre più spesso a fairness opinion, a consulenti indipendenti e a offerte competitive. Quando queste garanzie sono deboli, alcuni LP si oppongono, preferendo incassare piuttosto che fare il *rollover*. Secondo i rapporti di mercato, i tassi di rollover si aggirano tra il 20% e il 40%. Rispetto alle alternative – come il prolungamento della vita del fondo, che costringe tutti gli LP a rimanere, o la vendita a un altro sponsor, che pone fine all'esposizione – i fondi di prosecuzione possono rappresentare una via di mezzo, offrendo una scelta tra liquidità e partecipazione continua.

► **Vesa Pursiainen:** Le reazioni degli investitori sono contrastanti. Alcuni LP accettano i fondi di prosecuzione come pragmatici in un mercato con scarsi disinvestimenti. Altri temono che segnalino opportunità deboli o valutazioni gonfiate. La maggior parte degli LP preferirebbe comunque disinvestimenti convenzionali puliti, anche se ciò significasse accettare prezzi più bassi rispetto alle valutazioni attuali. I veicoli di prosecuzione creano anche nuovi conflitti d'interesse, il che genera un certo scetticismo sul fatto che servano al meglio gli interessi degli LP.

► **Andreas Nicoli:** Le motivazioni dei fondi di prosecuzione sono varie. Possono fornire soluzioni quando i disinvestimenti sono difficili o quando si ritiene che una società abbia più spazio per crescere sotto la gestione dello stesso GP. Tuttavia essi prolungano anche la vita del fondo e lasciano gli investitori bloccati più a lungo del previsto. Le reazioni tendono a manifestarsi quando questi veicoli appaiono come strumenti di ritardo piuttosto che di vera e propria creazione di valore, evidenziando la necessità di un chiaro allineamento di interessi tra i GP e gli LP.



Le valutazioni si stanno adeguando alla realtà in tutti i settori?

Pascal Böni: Le valutazioni sono al centro del dibattito odierno sul mercato privato. La sfida è che le cifre riportate continuano a essere in ritardo rispetto alla realtà economica sottostante, poiché i valori delle valutazioni private tendono ad adeguarsi più lentamente rispetto ai prezzi del mercato pubblico. Questa vischiosità ha ritardato le svalutazioni, ma poiché i disinvestimenti rimangono scarsi e le condizioni di finanziamento si fanno più rigide, il divario si sta riducendo. Le autorità di regolamentazione se ne sono accorte. La SEC ha messo in discussione il modo in cui i fondi privati valutano e riportano gli asset, avvertendo che i numeri riportati potrebbero essere troppo ottimistici. La pressione esercitata sia dalle condizioni di mercato sia dal controllo normativo suggerisce che le valutazioni continueranno a convergere verso i prezzi del mercato liquido.

Cosa segnalano i gestori nelle loro lettere sugli utili?

Pascal Böni: I comunicati stampa sugli utili da parte dei maggiori gestori di mercati privati mostrano un rallentamento della raccolta di fondi. Nel 2000, il ciclo medio di raccolta fondi per il private equity e il credito privato era di sette e dodici mesi. Oggi è in media più di tre volte più lungo e ha raggiunto i 23 e 29 mesi. Negli ultimi quattro anni l'attività di deal è diminuita in modo sostanziale e di conseguenza l'impiego di capitale è diventato più cauto, i disinvestimenti sono più lunghi e i guadagni legati alle commissioni sono diminuiti. Allo stesso tempo, i gestori segnalano che prevedono che le condizioni rimarranno difficili fino a quando

i costi di finanziamento non si ridurranno e la liquidità non migliorerà. Il messaggio costante è di resilienza piuttosto che di ottimismo. Le aziende sottolineano le loro dimensioni, la diversificazione e il capitale a lungo termine come ammortizzatori, ma non sono immuni al ciclo. Un esempio eclatante è che State Street, uno dei maggiori gestori patrimoniali al mondo, ha stretto una partnership con Apollo, una delle principali società di private equity, per lanciare un ETF sul credito privato, mentre Apollo stessa ha iniettato liquidità per far apparire il prodotto negoziabile. Questo esempio dimostra la pressione che i gestori devono affrontare e la loro disponibilità ad adattarsi creando nuovi veicoli per attrarre capitali.

Tempo impiegato per raccogliere capitali nei fondi di debito privato



Nota: questo dato mostra la durata media della raccolta fondi per i fondi di credito privato dal 2000 all'ottobre 2025.

Fonte: Preqin

Aprire i cancelli: l'accesso al retail e il futuro della crescita

Perché i gestori stanno aprendo i mercati privati agli investitori retail?

► **Vesa Pursiainen:** Le richieste di ampliare l'accesso non sono nuove. Ciò che è cambiato è il contesto e il clima politico. I mercati pubblici sono diventati più concentrati, con meno quotazioni e opportunità di crescita, mentre i mercati privati si sono ampliati in termini di dimensioni e portata. In alcune regioni, le condizioni politiche sono ora più favorevoli all'accesso al retail, rendendolo più fattibile.

► **Rüdiger Fahlenbrach:** I fattori di domanda e di offerta spiegano la tempistica. Dal lato dell'offerta, l'effetto denominatore nel 2022 ha costretto molte istituzioni a ridimensionarsi, poiché il calo dei mercati pubblici ha gonfiato il peso degli asset privati e spinto le allocazioni al limite. Questa pressione si è attenuata con la ripresa dei mercati pubblici, ma il lato del numeratore è diventato più vincolante. Le distribuzioni sono rallentate e le richieste di capitale continuano, lasciando gli LP con flussi di cassa netti negativi e a corto di liquidità. Dal lato della domanda, i gestori patrimoniali e le piattaforme pensionistiche cercano diversificazione e rendimento. I gestori patrimoniali hanno risposto creando fondi *evergreen* e *interval* che agevolano l'ingresso e offrono una liquidità limitata. Tuttavia, questi veicoli non cambiano i fondamenti: gli asset privati rimangono illiquidi, non trasparenti e costosi. La spinta al retail riflette un cambiamento di chi è chiamato a sostenere questi attriti, piuttosto che la loro eliminazione.

► **Pascal Böni:** I mercati privati sono già pieni di capitali, come dimostrano i miliardi di capitali non investiti accumulati in un decennio di forte crescita e tassi bassi. I successi più noti del settore, come l'LBO (Leverage Buy Out – Acquisizione con leva finanziaria) di Hilton Hotels da parte di Blackstone nel 2007, che alla fine ha fruttato 14 miliardi di dollari nonostante sia stato realizzato alla vigilia della crisi finanziaria globale, dimostrano le potenziali ricompense. Tuttavia, queste operazioni sono eccezionali e sono raramente accessibili a tutti. La democratizzazione va chiaramente a vantaggio dei gestori, delle banche e delle società di portafoglio, ma è molto meno certo se gli investitori retail riusciranno a ottenere rendimenti interessanti al netto delle commissioni e corretti per il rischio nell'arco di un decennio.

Chi beneficia dell'accesso al retail e chi ne sopporta i rischi?

► **Vesa Pursiainen:** I gestori del mercato privato, in particolare i fondi di private equity, sono quelli che traggono i maggiori benefici. Gli afflussi di retail significano maggiori commissioni e potenzialmente una nuova fonte di capitale per alleviare la pressione sulla liquidità. Per gli investitori retail, i vantaggi sono meno chiari. Potrebbero ottenere una diversificazione e l'accesso a nuove classi di asset, magari con profili di rischio-rendimento interessanti. Ma i costi sono elevati e gli investitori retail spesso devono affrontare più livelli di commissioni rispetto agli investitori istituzionali. La trasparenza è minore e la complessità maggiore. Questi fattori suggeriscono cautela. Detto questo, le restrizioni all'accesso dovrebbero essere imposte solo quando esistono forti ragioni per farlo. Gli investitori retail hanno già accesso a prodotti speculativi in altri mercati, tra questi le operazioni sul mercato dei cambi (Foreign Exchange – FX) ad alta leva finanziaria o gli asset digitali con prospettive di rendimento discutibili. Non è chiaro perché il private equity debba essere considerato più rischioso di alcuni di questi.

► **Pascal Böni:** La domanda fondamentale è se questa espansione serva agli investitori o al settore. Se il private equity fornisce in modo affidabile una forte sovraperformance, i gestori non avrebbero bisogno di ampliare la loro base di investitori. L'apertura dell'accesso ora potrebbe indicare che la crescita tra le istituzioni tradizionali ha raggiunto il suo apice. Per i gestori, gli afflussi retail ampliano gli AUM e prolungano il ciclo; per gli investitori retail, i benefici sono molto meno certi.

Esiste un modo efficace per coprire le esposizioni nei mercati privati?

► **Andreas Nicoli:** La copertura esiste nei mercati privati, ma non ha la portata e la distinzione dei mercati pubblici, dove i *futures* e le opzioni su titoli *blue-chip* come Apple sono negoziati su migliaia di scadenze e *strike*. Per gli asset privati, questa varietà semplicemente non esiste. In linea di principio, è possibile coprire il rischio di mercato, di tasso d'interesse o di settore attraverso i derivati pubblici, ma i meccanismi sono diversi; poiché le valutazioni private seguono metodi basati sulle perizie, le coperture raramente compensano le perdite uno a uno. Soprattutto, non c'è modo di coprire il rischio di liquidità se non attraverso la diversificazione del portafoglio.

► **Stefan Pomberger:** I mercati privati non dispongono della solida infrastruttura di copertura delle loro controparti pubbliche, ma esistono alcune soluzioni pratiche. La sindacazione, ovvero la collaborazione con altre aziende per condividere il rischio e limitare l'esposizione a una singola impresa, settore o area geografica, è la più efficace. I grandi sindacati offrono anche vantaggi informativi e di scala. Inoltre, la diversificazione rimane lo strumento essenziale. Distribuire gli investimenti su più imprese e invitare la partecipazione di terzi aiuta a distribuire il rischio in modo più uniforme, anche se non lo elimina.

Quali riforme potrebbero rafforzare l'allineamento degli interessi e aumentare la fiducia degli investitori?

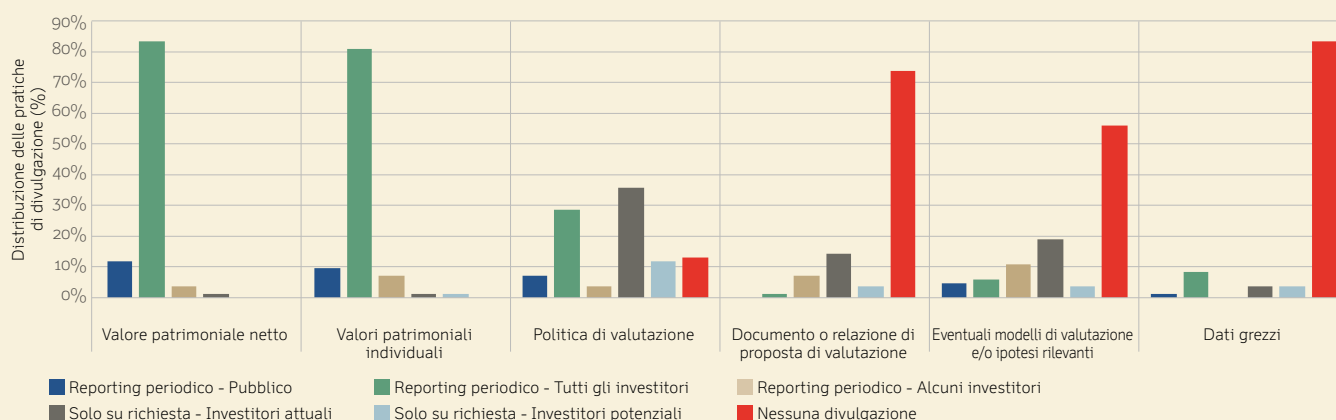
► **Andreas Nicoli:** Poiché i mercati privati sono a lungo termine, illiquidi e poco trasparenti, la fiducia tra GP e LP è importante. Una struttura trasparente delle commissioni e la garanzia che i principali responsabili delle decisioni abbiano interessi in gioco sono strumenti consolidati in grado di sciogliere le principali fonti di tensione. Commissioni di gestione eque, legate ai costi e alla performance, possono incentivare i gestori a ottimizzare i risultati. La vera performance di un fondo può essere giudicata solo nell'arco del suo intero ciclo di vita, pertanto i GP devono fornire informazioni coerenti e chiare. La reputazione e la fiducia dipendono dalla comunicazione.

► **Pascal Böni:** Gli investitori dovrebbero iniziare con una chiara consapevolezza del motivo per cui vogliono avere un'esposizione ai mercati privati. Il private equity è particolarmente impegnativo, poiché le valutazioni possono essere distorte, le stime di rendimento sono incerte e la liquidità è difficile da valutare. Il credito privato, generalmente con cedole variabili e piani di rimborso chiari, è più trasparente e fornisce una parziale protezione contro l'inflazione. Tuttavia, gli investitori istituzionali – soprattutto i fondi pensione – allocano pesantemente nel private equity, spesso sotto l'influenza di narrazioni modellate dal settore stesso. Un maggiore allineamento tra LP e GP richiede un reporting più trasparente e basato sui dati, in modo che le decisioni si basino sull'evidenza piuttosto che sulla persuasione. Soprattutto, gli investitori dovrebbero valutare i fondi privati in base ai rendimenti corretti per il rischio, come i PME o il Direct Alpha, e non in base a indicatori potenzialmente fuorvianti, come gli IRR o i multipli.

Se le banche tornano a concedere prestiti, cosa succede al credito privato?

► **Vesa Pursiainen:** C'è chiaramente un elemento di arbitraggio normativo nel credito privato. Una regolamentazione più severa ha reso alcuni prestiti meno interessanti per le banche. I fondi di credito privati, con una maggiore flessibilità e una diversa propensione al rischio, sono intervenuti, generando rendimenti interessanti. Se le normative bancarie venissero allentate, tornerebbe una certa sovrapposizione di attività, ma tali cambiamenti non sembrano imminenti.

Trasparenza dei dati e delle valutazioni per gli investitori



Nota: questa figura mostra le metriche di trasparenza per gli investitori, tra cui il valore patrimoniale netto, i valori delle singole attività, i dati grezzi e le politiche, le proposte e i modelli di valutazione.

Fonte: Financial Conduct Authority

Cosa succederebbe se i fondi pensione negli Stati Uniti destinassero i loro investimenti in misura maggiore ai mercati privati e quali insegnamenti emergono dai dibattiti sulla politica pensionistica?

Pascal Böni: Gli investitori previdenziali negli Stati Uniti possono essere suddivisi in tre gruppi principali. I fondi pensione tradizionali a prestazione definita, come CalPERS con oltre 500 miliardi di dollari in AUM, investono già massicciamente nei mercati privati. I piani di risparmio a contribuzione definita basati sul datore di lavoro, come i 401(k), stanno crescendo rapidamente, ma hanno ancora un accesso limitato. I conti pensionistici individuali (Individual Retirement Accounts – IRA) sono soggetti a regole di ammissibilità e devono affrontare problemi di liquidità e valutazione. Tra tutti e tre, gli IRA rappresentano il bacino più ampio, seguiti dai piani a contribuzione definita e dai piani a prestazione definita. Se più denaro dovesse affluire da questi nuovi canali, in particolare dagli IRA e dai 401(k), i rendimenti medi probabilmente diminuirebbero perché le operazioni interessanti sono limitate. Gli investitori al dettaglio subirebbero probabilmente la maggior parte dell'impatto. La lezione fondamentale è che i limiti di capacità sono reali, a prescindere dalle narrazioni promosse dal settore.

Andreas Nicoli: La logica di base della domanda e dell'offerta suggerisce che maggiori afflussi, senza un numero maggiore di operazioni di alta qualità, eserciterebbero una pressione sui rendimenti medi. Il mercato probabilmente attirerebbe un maggior numero di partecipanti, aumentando il divario tra i GP esperti e i nuovi operatori. Sul fronte positivo, una maggiore concorrenza potrebbe migliorare la trasparenza e comprimere le commissioni. Col tempo emergerebbe un nuovo equilibrio e gli investitori dovrebbero valutare se i rendimenti attesi giustificano i rischi.

Rüdiger Fahlenbrach: La questione principale è l'adeguatezza. I risparmiatori in pensione spesso si affidano a opzioni di insolvenza e potrebbero non comprendere i rischi delle partecipazioni illiquide. I lunghi periodi di blocco, i flussi di cassa incerti e le commissioni elevate creano uno squilibrio con le loro esigenze di liquidità una volta in pensione. I fondi evergreen e interval offrono rimborsi, ma detengono asset che non possono essere venduti rapidamente. In periodi di stress, gli investitori potrebbero trovare il loro accesso limitato. Anche i quadri politici differiscono. Negli Stati Uniti, le linee guida del Dipartimento del Lavoro hanno consentito l'ingresso di alcuni fondi di private equity nei piani a contribuzione definita, ma sollevano preoccupazioni in merito alla protezione, mentre in Europa il regime rivisto dei fondi di investimento europei a lungo termine (European Long-Term Investment Fund – ELTIF) offre tutele più chiare. Senza solide protezioni, l'accesso al dettaglio rischia di trasferire l'illiquidità e la non trasparenza ai risparmiatori che sono meno in grado di gestirle.

In che modo i maggiori gestori di mercati privati stanno rimodellando il panorama del settore?

► **Stefan Pomberger:** I mercati privati mostrano sempre di più una dinamica "chi vince prende tutto", con i mega fondi che dominano il settore. La ragione economica è semplice. Le barriere all'ingresso sono estremamente elevate. Poiché questi investimenti si sviluppano su cicli di vita lunghi, ci vogliono decenni per dimostrare le proprie capacità e costruirsi una reputazione. Ciò favorisce le imprese consolidate e rende il settore strutturalmente oligopolistico. I piccoli operatori possono ancora ritagliarsi uno spazio in aree di nicchia, ma il consolidamento generale sembra inevitabile. Ciò che abbiamo visto nel settore bancario e dell'asset management, dove le fusioni hanno creato gli attuali giganti globali, potrebbe verificarsi anche nei mercati privati.

Gli investitori retail sono davvero pronti per i mercati privati?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Sulla carta, i mercati privati sembrano gli investimenti a lungo termine per eccellenza, il che li rende interessanti per i risparmiatori retail che stanno pianificando la pensione. Ma la realtà è meno semplice. L'accesso alle operazioni più interessanti è solitamente limitato; per gli investitori al dettaglio, il punto di ingresso più probabile è rappresentato dalle strutture di fondo di fondi. Queste strutture offrono una diversificazione, ma aggiungono più livelli di commissioni, erodendo i rendimenti netti. In molti casi, gli ETF ben diversificati e a basso costo rimangono un veicolo più efficace per i portafogli retail.

► **Pascal Böni:** Anche nel credito privato, spesso considerato più semplice del private equity, le sfide sono reali. La stima dei rischi e dei rendimenti è complessa e, sebbene la performance media possa superare quella delle obbligazioni ad alto rendimento, la dispersione è ampia. Gli investitori spesso danno eccessiva importanza al quartile superiore; in pratica, soprattutto quando mancano le capacità di selezione, la probabilità di finire nel quartile inferiore è altrettanto elevata. Il differenziale di rendimento tra i migliori e i peggiori performer può superare il 50% in un singolo anno. Per gli investitori al dettaglio, i risultati sono molto incerti e lontani dal "premio" consistente spesso promesso.

In conclusione, ricalibrare, riformare o rimbalzare?

► **Rüdiger Fahlenbrach:** Il peso delle fonti accademiche suggerisce che i rendimenti netti dei mercati privati sono più modesti di quanto si pensi, con una graduale convergenza delle performance verso gli indici di riferimento pubblici man mano che l'asset class matura. Questa conclusione rende essenziale ricalibrare le nostre aspettative. Anche le riforme in materia di trasparenza e governance appaiono necessarie, soprattutto alla luce delle persistenti preoccupazioni circa la non trasparenza delle commissioni e i conflitti di interesse nelle transazioni gestite dai GP. Sebbene un rimbalzo ciclico sia sempre possibile, se le condizioni di finanziamento si allentano, la storia dimostra che la leva finanziaria e le valutazioni seguono cicli che non si traducono necessariamente in guadagni strutturali. La ricalibrazione e le riforme dovrebbero quindi avere la precedenza rispetto al solo rimbalzo.

► **Stefan Pomberger:** Il percorso da seguire è più sfumato di un semplice risultato di successo o di fallimento. Le turbolenze sono inevitabili. Alcune operazioni falliranno e non tutte le annate daranno risultati. Gli eventi di stress possono accelerare la standardizzazione e innescare un'ulteriore regolamentazione, soprattutto se si verifica uno shock sistemico. Tuttavia, il semplice peso del capitale non investito significa che i mercati privati rimarranno attivi. Per gli investitori con orizzonti di lungo periodo, essi continuano a offrire una via credibile e interessante, a condizione che le aspettative siano misurate e che si dia priorità alla resilienza.



Swiss Finance Institute

Con il sostegno dei suoi fondatori – il settore bancario svizzero, la Confederazione svizzera e le principali università svizzere – lo Swiss Finance Institute (SFI) promuove in modo competitivo la ricerca e l'insegnamento di prim'ordine in ambito bancario e finanziario in Svizzera. Unendo l'eccellenza accademica all'esperienza pratica, l'SFI contribuisce al potenziamento della piazza finanziaria svizzera.

Editore e contatto

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

