

# Swiss Finance Institute Roundups

## Mercati privati: la nuova frontiera finanziaria?

### Editoriale



I mercati privati – un tempo considerati meri investimenti di nicchia – sono diventati negli ultimi anni una delle principali asset class. Questa evoluzione ha trasformato lo spazio degli investimenti e ha aperto nuove opportunità di raccolta di fondi per le aziende non quotate in borsa. Nel presente SFI Roundup, riuniamo accademici e professionisti per discutere su queste tendenze chiave: in che modo i mercati privati si distinguono in base alla loro liquidità, alla loro trasparenza e al compromesso rischio-rendimento che offrono agli investitori? I mercati borsistici sono destinati a un declino secolare o sono semplicemente ostacolati dalle normative vigenti? Quali fattori dovrebbero essere presi in considerazione dalle imprese per la raccolta di fondi? E come si ripercuoterà la crisi del COVID-19 sui mercati privati?

Vi auguriamo una piacevole lettura.



**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Biografie

**Markus Benzler**

Markus Benzler è Head Multi-Manager Private Equity presso UBS Asset Management. In precedenza, Markus Benzler ha lavorato come consulente senior presso Bain & Company. Ha conseguito un MBA presso la Murray State University e un Diplom-Kaufmann presso l'Università di Ratisbona.

**Prof. François Degeorge**

François Degeorge è Direttore generale di SFI, SFI Senior Chair e professore di finanza all'Università della Svizzera Italiana (USI). François Degeorge è stato Decano della Facoltà di Economia dell'USI e presidente della European Finance Association. Ha insegnato a HEC di Parigi, dove è stato anche Decano associato per la ricerca. È stato visiting professor alla Tuck School of Business, all'Université Paris-Dauphine e alla Saïd Business School dell'Università di Oxford. Ha conseguito un dottorato di ricerca in economia politica presso l'Università di Harvard.

**Prof. Rüdiger Fahlenbrach**

Rüdiger Fahlenbrach è SFI Senior Chair e professore di Finanza presso l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. In precedenza, Rüdiger Fahlenbrach ha insegnato alla Ohio State University. Le sue ricerche sono state pubblicate nelle principali riviste finanziarie di tutto il mondo e sono apparse nella stampa internazionale. Attualmente è in carica per un periodo di tre anni in veste di membro del Board della European Finance Association. Ha conseguito un dottorato di ricerca in finanza presso la University of Pennsylvania.

**Prof. Laurent Frésard**

Laurent Frésard è SFI Senior Chair e professore ordinario di Finanza all'Università della Svizzera Italiana. In precedenza Laurent Frésard ha insegnato a HEC Parigi e all'Università del Maryland. I suoi lavori sono stati pubblicati in importanti riviste accademiche. Ha ricevuto numerose borse di studio e premi. Ha conseguito un dottorato di ricerca in finanza presso l'Università di Neuchâtel.

**William Nicoll**

William Nicoll è Chief Investment Officer, Private and Alternative Assets presso M&G. In precedenza, William Nicoll è stato Head of European Credit presso Henderson Global Investors e ha lavorato anche presso Cazenove & Co nella ricerca sulle obbligazioni corporate e nella gestione dei fondi. Ha conseguito un MA in Scienze Naturali presso l'Università di Cambridge ed è anche CFA charterholder.

Giugno 2020 – Informazioni a partire da maggio 2020.

Fonti diverse di dati possono fornire numeri leggermente diversi, pertanto il confronto dei dati può portare a conclusioni leggermente diverse.

# Fatti, cifre e tendenze nei mercati privati

## Ci sono varie definizioni di mercati privati. Quale preferisce?

► **R. Fahlenbrach:** Gli investimenti sui mercati privati sono investimenti che non sono negoziati su un mercato borsistico. Essi comprendono investimenti in private equity, immobili, debito privato, infrastrutture e risorse naturali, nonché fondi chiusi e aperti che investono nei mercati privati. Anche certi attivi più esotici come i fondi di royalties, l'arte, le automobili e il vino sono talvolta inclusi in una definizione di mercati privati.

► **F. Degeorge:** Un modo per definire i mercati privati è quello di contrapporli ai mercati borsistici. La caratteristica chiave dei mercati borsistici è che il prezzo degli attivi è noto a tutti. Questo non è il caso dei mercati privati. In questo senso, i mercati privati sono la regola e i mercati borsistici sono l'eccezione. La parziale disponibilità di informazioni sui prezzi nei mercati privati determina molte delle loro caratteristiche, come la regolamentazione e la liquidità.

## Come definisce il private equity?

► **M. Benzler:** La classe del *private equity* è ampia e diversificata. La stragrande maggioranza del denaro nei mercati privati finisce per essere bloccata in prodotti di *private equity* puro, mentre il saldo è costituito da prodotti di debito o misti, come il mezzanine *debt* e il *distressed debt*.

## E il debito privato?

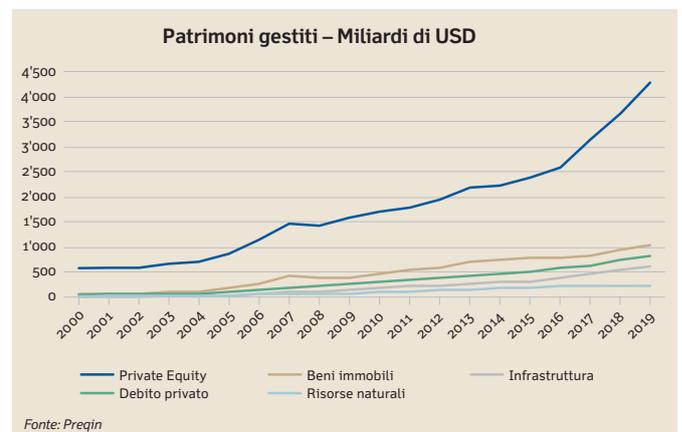
► **R. Fahlenbrach:** Il mercato del debito privato dovrebbe includere non solo il grande mercato dei prestiti diretti da parte di istituzioni non finanziarie a società non quotate, ma anche tali prestiti a società quotate.

► **W. Nicoll:** Il mercato del debito privato è davvero molto ampio. È interessante notare che il mercato obbligazionario era già molto popolare alla fine del XIX secolo, per finanziare progetti infrastrutturali come le ferrovie. Nell'ultimo decennio, i mercati del debito privato hanno riguadagnato una notevole popolarità in Europa.

## I mercati privati sono cambiati sostanzialmente nel corso degli anni. Chi sono i protagonisti di oggi e dove si svolge la maggior parte delle attività?

► **L. Frésard:** Il mercato del *private equity* è cresciuto molto dall'ultima crisi finanziaria, ma già prima del 2007 era in costante crescita. Gli attori di questo mercato sono essenzialmente imprese – in particolare le start-up – alla ricerca di capitale per crescere ulteriormente. In passato, tali imprese ottenevano un prestito da

una banca e, se non riuscivano ad acquisire sufficienti finanziamenti bancari, sollecitavano fondi da familiari, amici, investitori *angels* o *venture capitalists*. In un ambiente di questo tipo, si poteva arrivare solo fino a un certo punto; per fare quel passo in più, l'impresa doveva in genere andare in borsa. Questa situazione è cambiata negli ultimi anni, in quanto gli investitori percepiscono le azioni quotate come troppo rischiose, sulla base dei bassi rendimenti che hanno solitamente fornito. Oggi le società di *private equity* sono in grado di raccogliere facilmente una grande quantità di capitale e di sostenere le imprese private in modo estensivo, ed è possibile per un'impresa rimanere privata per sempre.



## Gli investitori istituzionali, come i fondi sovrani, i fondi pensione e gli assicuratori, sono diventati sempre più attivi nei mercati privati. In che modo questo grande afflusso di nuovo denaro ha influenzato il mercato?

► **R. Fahlenbrach:** Da un paio d'anni tutti ormai sono alla ricerca del rendimento e gli investitori si sono rivolti ai mercati privati nella speranza di ottenere rendimenti più elevati. Tuttavia, questa ricerca di un rendimento più elevato comporta un rischio maggiore: una delle relazioni più importanti della finanza – il compromesso rischio-rendimento – viene talvolta dimenticata. Un recente rapporto di McKinsey mostra che il 2018 e il 2019 sono stati anni record in termini di raccolta fondi, in particolare in Nord America e in Europa. La mia preoccupazione è che molta i – capitale che è stato impegnato dagli investitori in un fondo di *private equity*, ma non è ancora stato chiamato e investito dal fondo – si è accumulata in questi ultimi anni e che la disciplina degli investimenti potrebbe non essere stata abbastanza rigorosa.

► **M. Benzler:** Molti investitori sono relativamente nuovi e stanno ancora imparando come comportarsi sui mercati privati. I mercati privati possono effettivamente offrire rendimenti più elevati, ma richiedono anche maggiori conoscenze e infrastrutture rispetto ai mercati quotati. Molti operatori non sono disposti a mettere insieme un team globale per tali investimenti o a collaborare con professionisti esperti. A questo proposito, devo dire che le casse pensioni svizzere sono state straordinariamente intelligenti, poiché di solito affidano le decisioni di investimento privato a specialisti e si concentrano semplicemente sul monitoraggio dello sviluppo e della performance complessivi.

#### Si dice che i mercati siano diventati più profondi e dinamici. Dove possiamo vedere questi cambiamenti?

► **L. Frésard:** Dal momento che le imprese possono ora ottenere i finanziamenti per rimanere private più a lungo, sono inclini a farlo, il che significa che il numero di imprese quotate è diminuito in quanto, nel corso del tempo, alcune sono uscite dal mercato attraverso fusioni e acquisizioni o fallimenti. Per esempio, 20 anni fa c'erano quasi 8'000 imprese quotate in borsa, oggi sono meno di 4'000. Le società d'investimento, come Blackrock, includono sempre più spesso nei loro portafogli investimenti privati per mantenere un interessante profilo di rischio e per far sì che i loro portafogli siano il più possibile rappresentativi dell'economia sottostante. Gli operatori finanziari internazionali, come Goldman Sachs, si stanno progressivamente concentrando sui mercati privati e sul finanziamento delle PMI. Le banche svizzere, incluse quelle di grandi dimensioni, si distinguono in questo caso in quanto storicamente hanno fornito servizi all'industria locale e potrebbero beneficiare ulteriormente delle competenze che già possiedono.

► **M. Benzler:** L'universo degli investimenti privati è esploso negli ultimi 20 anni. Un tempo gli investimenti erano limitati ai mercati di *venture* e *buyout* statunitensi, insieme ai mercati di *buyout* europei. Oggi, lo spettro delle imprese e delle strategie in cui si può investire è sempre più ampio e comprende, per esempio, piccoli, medi, grandi e mega *buyout*, *seed stage* e *early-stage venture* o capitale di crescita in tutto il mondo. All'interno di questo ampio insieme di opzioni, è possibile includere almeno tre livelli regionali, due livelli di fase e più livelli di settore. Il processo di selezione degli investimenti è quindi diventato molto complesso e gli incontri *one-on-one* con il fondo in cui si investe sono cruciali. Gli investimenti secondari, per esempio, erano un prodotto di nicchia circa 15 anni fa, ma da allora sono diventati di uso corrente. Questa continua tendenza verso mercati più profondi e dinamici proseguirà anche in futuro. In breve, gli investitori privati devono avere maggiori competenze per essere in grado di accaparrarsi i rendimenti.

#### Quali sono i fattori scatenanti di queste tendenze?

► **L. Frésard:** Un elemento chiave è la regolamentazione. Diventare quotati in borsa è un processo costoso e comprende il rispetto di molti standard, il che probabilmente scoraggia alcune aziende. Anche altri fattori sono all'opera; per esempio, c'è un'abbondanza di denaro privato sul mercato a causa dell'attuale basso livello dei tassi d'interesse e a causa delle deregolamentazioni della metà degli anni Novanta. Un ulteriore fattore è la caratteristica tecnologica delle imprese. La ricerca mostra che le aziende stanno diventando sempre meno dirompenti nel tempo, il che significa che il raggiungimento di grandi dimensioni non è così essenziale come in passato. Se un'azienda desidera crescere, può semplicemente acquisire un concorrente, invece di crescere organicamente. Ci può essere anche un aspetto culturale: 20 anni fa, essere quotati in borsa era la cosa da fare. Ora non è più così. La moda oggi è quella di essere un unicorno – una start-up di proprietà privata valutata oltre 1 miliardo di dollari – che può ottenere cicli multipli di finanziamenti estremamente sostanziali. Infine, essere privati permette di rimanere al comando della propria azienda e di non dover ascoltare o collaborare con investitori esterni. Può darsi che la generazione di oggi preferisca il controllo al denaro.

# Principali differenze tra mercati privati e quotati



## Come vedono i due mercati gli investitori e le imprese?

**L. Frésard:** Dal punto di vista di un investitore, la differenza principale è chiaramente la liquidità. Dal punto di vista di un'azienda, la differenza sta probabilmente nelle norme supplementari legate all'essere quotati, come il monitoraggio continuo e la necessità di cooperare con gli investitori attivisti. Nel complesso, il compromesso si riduce alla liquidità contro il controllo. Un'altra differenza degna di nota si verifica a livello del meccanismo di mercato. Nei mercati quotati si possono esprimere opinioni diverse attraverso i prezzi dei titoli. Tali segnali non sono possibili nei mercati privati. Come investitore del mercato privato non è possibile vendere allo scoperto, anche se si ritiene che il prezzo sia eccessivo.

**M. Benzler:** Un frequente malinteso riguardo ai mercati privati è la loro falsamente presunta mancanza di trasparenza. La trasparenza in realtà è maggiore nei mercati privati, poiché le imprese private possono rispondere alle richieste dei loro investitori più liberamente di quanto possano farlo le imprese quotate, che sono altamente regolamentate. Inoltre gli attriti di mercato fanno dei mercati privati il principale territorio d'investimento per gli investitori professionisti, che possono trarre vantaggio da tali imperfezioni.

**R. Fahlenbrach:** In passato gli investimenti azionari nei mercati privati passavano attraverso uno specialista, come un fondo di *private equity*, perché i mercati privati sono altamente illiquidi: in genere hanno una durata di investimento più lunga, con pesanti commissioni di gestione e di *carry*. Negli ultimi anni il divario tra il mercato privato e quello quotato si è leggermente ridotto, nel senso che i maggiori investitori sono diventati sempre più sofisticati; molti ora si affidano alle proprie competenze interne per tagliare fuori gli intermediari ed effettuare i loro investimenti direttamente, riducendo le commissioni. Inoltre, la liquidità di alcuni segmenti dell'universo del mercato privato, in particolare i *buyout*, è migliorata leggermente grazie allo sviluppo di un mercato secondario attivo.

**W. Nicoll:** I due mercati sono radicalmente diversi sia dal punto di vista degli investitori sia da quello delle imprese. Nei mercati privati gli investitori devono lavorare di più e agire con più fiducia, mentre le aziende si concentrano maggiormente sul generare valore, invece di doversi confrontare con gli obblighi legali e di conformità che derivano dall'essere presenti nel mercato quotato.

**F. Degeorge:** La regolamentazione tende ad essere molto più severa per i mercati quotati che per quelli privati. In particolare, le autorità di regolamentazione in genere scoraggiano l'accesso degli investitori al dettaglio ai mercati privati, con l'intento di ridurre le potenziali perdite di piccoli investitori inesperti. Limitando l'accesso a questa *asset class* sempre più ampia e diversificata, tuttavia, le normative di fatto raggruppano gli investitori al dettaglio nella *asset class* delle azioni quotate. Per molti piccoli investitori, l'unica esposizione agli attivi privati è il possesso di una casa. La protezione degli investitori viene così al costo di una scarsa diversificazione.

# La scelta tra quotato e privato dal punto di vista dell'azienda



## Sempre meno aziende diventano quotate, perché?

**R. Fahlenbrach:** Le aziende possono ora ottenere molto più denaro nei mercati privati. Negli ultimi anni abbiamo assistito a cicli di finanziamento privato di diversi miliardi di dollari – cosa che 20 anni fa non era ritenuta possibile. Di conseguenza, un'azienda ha meno bisogno di diventare rapidamente quotata. Inoltre, il fatto di rimanere private può rappresentare un vantaggio per alcune aziende, in quanto possono rimanere fuori dallo sguardo pubblico, avere meno interazioni con le autorità di regolamentazione e meno richieste di divulgazione, e interagire esclusivamente con investitori sofisticati.

## Perché alcune aziende decidono comunque di diventare quotate?

**F. Degeorge:** Un vantaggio fondamentale per un'azienda allorché diventa quotata è la costituzione di un prezzo di mercato per il suo capitale proprio. Avere un prezzo oggettivo per le proprie azioni aiuta un'impresa ad effettuare operazioni di M&A, sia come acquirente sia come venditore. Inoltre, aiuta l'azienda a creare meccanismi di incentivazione per i propri dipendenti. Alcune imprese apprezzano anche la visibilità associata a una quotazione in borsa. E la ricerca suggerisce che andare in borsa riduce il costo dei prestiti bancari, magari dando all'azienda una posizione negoziale migliore rispetto alle sue banche.

**M. Benzler:** A mio parere, le aziende tendono a diventare quotate quando credono che l'investitore in borsa abbia compreso il loro modello di business e il loro marchio, e che abbiano la possibilità di ottenere un premio finanziario.

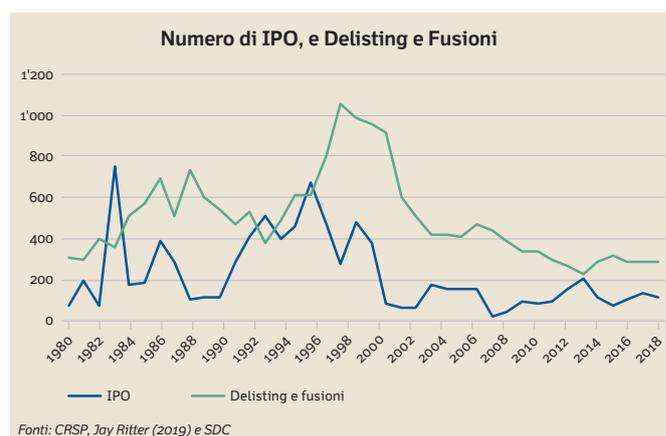
**R. Fahlenbrach:** Un punto di vista estremo potrebbe essere che le aziende oggi diventano quotate per fornire un'opportunità di uscita ai loro investitori privati iniziali e ai dirigenti azionisti. Un tempo le società andavano in borsa per cercare capitale aggiuntivo; ora vanno in borsa quando vogliono restituire il capitale ai loro azionisti. Un esempio potrebbe essere Spotify, che ha optato per la quotazione diretta: invece di emettere nuove azioni, la società ha iniziato a fare *trading* lasciando che i suoi azionisti esistenti vendessero le loro azioni direttamente in borsa.

## Il 2019 è stato un anno difficile per le IPO e i tentativi di IPO. Cosa abbiamo imparato e cosa chiederanno ora gli investitori?

**L. Frésard:** Non ho i dati a sostegno del mio intuito, ma sono tentato di dire che molte aziende sono state valutate troppo in alto. In passato, grandi attori come i fondi pensione e gli investitori istituzionali prendevano posizioni nel momento in cui un'azienda andava in borsa. Questa pratica è cambiata, poiché la maggior parte degli utili viene ora generata e condivisa prima che l'azienda diventi quotata. I legislatori statunitensi stanno attualmente affrontando questo problema, poiché gli investitori al dettaglio stanno perdendo sempre più opportunità nel segmento a monte del mercato. Questa situazione conferma quanto detto in precedenza sul fatto che il mercato sta diventando sempre più profondo e complesso.

## Cosa possiamo aspettarci dal 2020 in termini di IPO?

**F. Degeorge:** Anche in tempi normali, il processo di scoperta del prezzo per le aziende appena quotate in borsa non è facile. Attualmente, l'elevata volatilità del mercato rende quasi impossibile per un'azienda di andare in borsa. Molte imprese stanno rinviando le loro IPO pianificate da tempo.



### Stranamente, molte aziende che vanno in borsa non sono redditizie. Perché?

► **L. Frésard:** Non solo non sono redditizie all'inizio, ma credo fermamente che la maggior parte di loro non lo saranno mai. La mia intuizione è che i *venture capitalist* sentono il bisogno di dimostrare ai loro investitori che hanno preso una decisione di investimento adeguata, e lo fanno spingendo l'azienda a fare un ulteriore giro di finanziamenti con prezzi ulteriormente gonfiati.

► **F. Degeorge:** Investire in un'impresa in perdita può avere senso se ci si aspetta che l'impresa alla fine genererà liquidità. Anche se una piccola parte delle IPO finisce per avere successo, le IPO possono essere buoni investimenti se quelle che hanno successo si rivelano essere dei *blockbuster*. In realtà, la distribuzione dei rendimenti delle IPO è molto asimmetrica, con molte perdite e un piccolo numero di enormi successi. Si possono considerare gli investimenti IPO come biglietti della lotteria, con probabilità un po' migliori delle lotterie vere e proprie.

### Perché e quando è utile ottenere un finanziamento da un fondo di *private equity*?

► **M. Benzler:** I fondi di *private equity* non si limitano a fornire finanziamenti, ma forniscono anche una acuta competenza e un valore aggiunto per aiutare a sostenere l'azienda nella sua crescita o, in alcuni casi, nella sua ristrutturazione.

► **L. Frésard:** Nel passato le imprese si rivolgevano a fondi di *private equity* quando non potevano ottenere finanziamenti di debito dalle banche, di solito perché avevano troppo poche garanzie tangibili. Questa situazione però sta cambiando. Le banche hanno recentemente iniziato a prestare denaro contro i brevetti, e i brevetti vengono ulteriormente raggruppati in portafogli. Che si tratti o meno di una mossa saggia rimane una questione aperta, ma ciò dimostra che le banche sono sempre più coinvolte nel finanziamento delle imprese private.



### La concorrenza bancaria e la maggiore vigilanza di regolamentazione spingono le imprese a ottenere finanziamenti privati?

► **M. Benzler:** Il controllo regolamentare incoraggia chiaramente l'attività del mercato privato. Da un punto di vista storico, è interessante notare che i fondi di *late stage* venture e di capitale di crescita in fase avanzata hanno acquisito importanza dopo l'aumento delle misure di regolamentazione che ha seguito l'implosione della bolla delle *dotcom*.

► **F. Degeorge:** Negli Stati Uniti, una modifica normativa del 1996 ha facilitato la costituzione di grandi fondi di *private equity*, aumentando così l'offerta di capitale privato. Questo cambiamento normativo coincide con il picco del numero di imprese statunitensi quotate in borsa. La ricerca suggerisce che la deregolamentazione dei mercati privati ha spinto le imprese a ritardare il loro accesso ai mercati borsistici.

### Le aziende in difficoltà sono in grado di rinegoziare meglio il loro debito in un ambiente privato o quotato?

► **W. Nicoll:** Il fatto che il numero di partecipanti al mercato del debito privato sia notevolmente inferiore a quello del mercato del debito quotato significa che le loro preoccupazioni e i loro interessi sono meglio allineati. Questo allineamento degli interessi permette, in ultima analisi, che le rinegoziazioni del debito siano più efficienti nei mercati privati che in quelli quotati.

### Abbiamo assistito a un aumento dei prestiti e dei finanziamenti B2B, B2C, C2B e C2C. Quali sono i recenti cambiamenti tecnologici che hanno reso più facile ottenere finanziamenti sia per le aziende private sia per quelle quotate? Si tratta di una svolta? E qual è il rischio che comporta?

► **L. Frésard:** Non c'è stato un grande cambiamento per le aziende quotate, tranne forse per le maggiori velocità di esecuzione in borsa. Per le aziende private, le soluzioni di *crowdfunding* sia per il lato del debito sia per quello del capitale proprio sono chiaramente vive e stanno aiutando a mettere in comune le risorse. Una parola di cautela a questo punto: per quanto riguarda le offerte iniziali di monete (ICO), sembra che gli operatori perseguano un obiettivo più speculativo rispetto a quello finanziario a lungo termine.

► **W. Nicoll:** I finanziamenti privati sono diventati sempre più di tendenza, grazie ai miglioramenti tecnologici degli ultimi anni. Il lato positivo è che un sistema più decentralizzato è più robusto e offre maggiori possibilità di diversificazione del portafoglio. Il rovescio della medaglia è che bisogna impegnarsi se si vuole

ottenere un buon affare – cosa che molti investitori al dettaglio e piccoli investitori istituzionali sono riluttanti o incapaci di fare.

### Nei mercati privati sembra più facile per le aziende finanziariamente deboli ottenere credito. È vero o è una leggenda?

► **W. Nicoll:** È vero, i mercati privati sono adatti per le imprese deboli, ma probabilmente redditizie, e ciò non è il caso per i mercati quotati. La logica di fondo è che sono i finanziatori specializzati a determinare se l'azienda sia redditizia o meno. Se, a loro avviso, lo è, allora il sostegno finanziario sarà fornito con un elenco fatto su misura di *covenants* che definiscono i termini dell'accordo.

► **R. Fahlenbrach:** Il mercato del debito privato è costituito da due parti distinte. In primo luogo, c'è la parte più rischiosa del business, in cui i fondi del debito privato raccolgono denaro e lo investono in imprese ad alto rischio, cercando allo stesso tempo rendimenti elevati. Questi fondi di debito privato sono organizzati in modo molto simile ai fondi di *private equity*, e sono gestiti da esperti di *private equity*, i quali sono disposti a concedere prestiti a imprese che sarebbero considerate troppo rischiose da molti finanziatori tradizionali. In secondo luogo, c'è la parte più sicura del mercato del debito privato, in cui si investe in imprese che hanno garanzie collaterali e che funzionano bene. In questo settore, i prestatori di credito operano generalmente come le banche, con processi interni di *credit scoring*. Il problema qui è sapere se queste non-banche abbiano fatto la giusta valutazione – qualcosa che impareremo nei prossimi mesi, ora che purtroppo stiamo entrando in una recessione.

### Molte aziende note hanno in programma di andare in borsa in futuro, mentre altre stanno pensando di tornare ad essere private. Cosa può spiegare questi movimenti opposti?

► **L. Frésard:** Quando un'azienda cerca di cambiare strategia, è più facile farlo in un contesto privato che in un contesto quotato. Dell ne è un esempio lampante, poiché nel 1988 è andata in borsa, per assicurarsi un sostegno finanziario alle sue ambizioni di crescita, e ne è uscita nel 2013, per permettersi di orientarsi verso un'attività più piccola e più snella.

► **F. Degeorge:** È molto più facile trasformare un business in un contesto privato, dove il management non deve giustificare ogni sua mossa a una moltitudine di investitori.

# La scelta tra quotato e privato dal punto di vista dell'investitore

**Il numero di aziende quotate in borsa è diminuito negli ultimi 20 anni. Cosa comporta questo per gli investitori, sia in termini di rendimento che di rischio del portafoglio?**

► **M. Benzler:** Il calo del numero di aziende quotate evidenzia l'impatto negativo che l'eccessiva regolamentazione ha avuto sui mercati quotati negli ultimi 20 anni, nonché il fatto che gli investitori sono sempre più propensi a sostenere solo imprese grandi e stabili. Inoltre, i settori e i modelli di business sono diventati sempre più complessi, e molti di essi non sono ben compresi dai mercati quotati.

**Un recente rapporto AQR mostra che Cambridge Private Equity ha fornito un rendimento del 9,9% e una volatilità del 9,3% tra il 1986 e il 2017, mentre l'S&P 500 ha fornito rispettivamente il 7,5% e il 15,8%. Cosa può spiegare questa notevole differenza?**

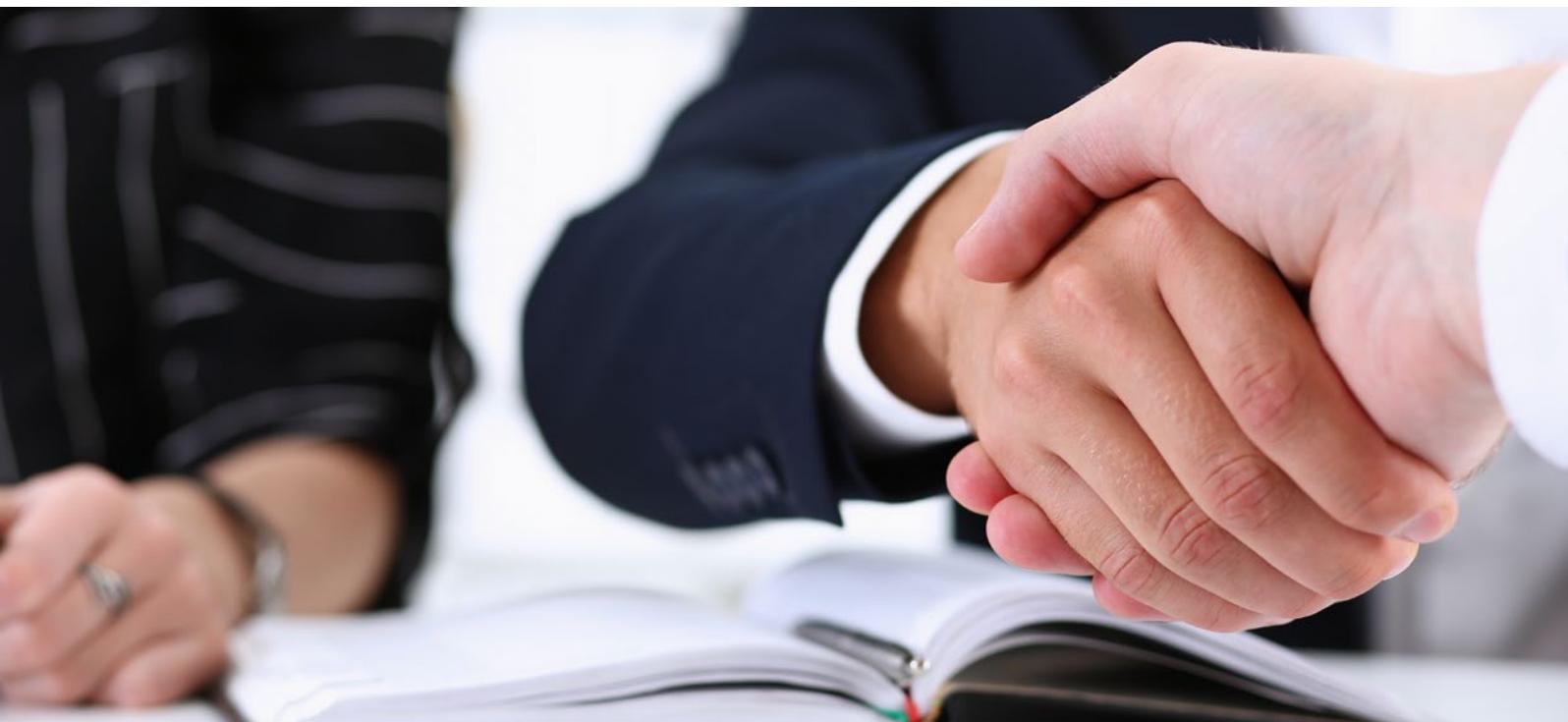
► **L. Frésard:** Dobbiamo essere sempre prudenti quando si tratta di trarre conclusioni affrettate. In questo caso, il divario tra ciò che è privato e ciò che può essere effettivamente investito nei mercati privati può essere considerevole. La ricerca accademica dimostra che i *venture capitalist*, mediamente, non battono gli investimenti nei mercati quotati. La mia opinione è che battere il mercato è, in generale, molto difficile. Naturalmente esistono buoni affari privati, ma tali affari sono di solito rari e sono limitati a un gruppo molto ristretto di investitori.

**L'ultimo rapporto Blackrock suggerisce che la valutazione delle società private americane è da sei a sette volte inferiore a quella delle loro controparti quotate, mentre una recente ricerca di AQR suggerisce che i rendimenti al netto delle commissioni del private equity e del public equity sono praticamente identici. Come possiamo combinare questi due risultati?**

► **R. Fahlenbrach:** La ricerca, in particolare quella proveniente dalle società finanziarie, deve essere studiata con occhio critico. I rendimenti e la volatilità sono solo una parte di ciò che gli investitori nei mercati privati devono considerare – un'altra parte è l'illiquidità. Avere un ritorno cartaceo, che non si può convertire in denaro quando se ne ha bisogno, ha benefici limitati.

► **M. Benzler:** Come sappiamo, la media racconta solo una parte della storia. Per investire nei mercati privati, il suo obiettivo deve essere nel quartile superiore della distribuzione dei rendimenti, poiché solo così i suoi rendimenti finanziari compenseranno il costo dell'illiquidità. Questi rendimenti saranno in genere superiori ai mercati quotati.

Fonti:  
AQR. (2020). Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Equity. *The Journal of Alternative Investments*.  
BlackRock. (2020). Private Markets 2020—Applying an Outcome Lens to Today's Landscape [White paper].



**L'industria finanziaria privata è stata fortemente criticata per quanto riguarda il modo in cui vengono calcolate le spese a carico degli investitori. Gli investitori sanno bene cosa li aspetta?**

► **M. Benzler:** Quando si investe in un fondo di *private equity*, il fondo raccoglie di solito circa il 20% dei profitti; quando si investe in un fondo di fondi, la proporzione è ancora più grande, poiché sia il fondo che il fondo di fondi reclameranno i loro profitti e le loro commissioni di gestione. Nonostante queste commissioni, gli investitori ottengono comunque un buon affare nell'attuale contesto di tassi d'interesse bassi. Un'alternativa è quella di fare il lavoro da soli e di investire direttamente per ridurre al minimo gli strati intermediari. Tuttavia, per fare ciò sono necessarie profonde capacità d'investimento, grandi quantità di capitale finanziario e la volontà di affrontare la diversificazione e i vincoli di liquidità. In definitiva, significa anche assumersi molti più rischi.

► **F. Degeorge:** In passato, i gestori di alcuni fondi pensionistici pubblici statunitensi hanno provato un certo imbarazzo quando si è scoperto che non sapevano quanto avevano pagato in commissioni alle società di *private equity*. Oggi gli investitori sono sempre più consapevoli di come funzionano gli investimenti privati e di quanto costano.

**Poiché i tassi di interesse negativi sono diventati sempre più presenti, quale livello di rischio sono disposti ad assumersi gli investitori per i rendimenti? Ed è ragionevole accettare tale rischio?**

► **L. Frésard:** Più a lungo restiamo in territorio negativo, più è probabile che si formino e crescano bolle sia nei mercati quotati sia in quelli privati. Le banche centrali sono consapevoli di questo problema, ma molto probabilmente non hanno alternative immediate.

**In che misura possono verificarsi bolle di prezzo nei mercati privati?**

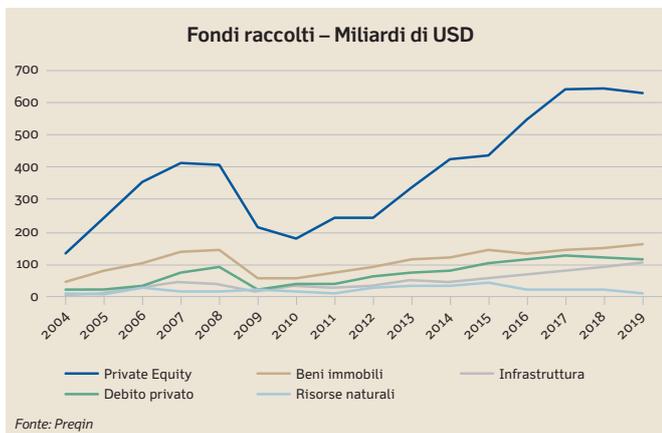
► **W. Nicoll:** Le bolle tendono a formarsi intorno alle mode, indipendentemente dal mercato che si analizza. I mercati privati, in generale, tendono ad avere una minore reattività dei prezzi, a causa delle loro caratteristiche di illiquidità e minore trasparenza. Nel caso del debito privato, gli investitori tendono a mantenere le loro posizioni fino alla scadenza, la qual cosa contribuisce a limitare le oscillazioni di prezzo sia al rialzo sia al ribasso.

► **M. Benzler:** Alcuni sostengono che l'assenza di vendite allo scoperto e di derivati implica che i mercati privati siano più soggetti a bolle di quanto non lo siano i mercati quotati. Non credo che questo sia vero, ma devo dire che mi piacerebbe vedere alcune possibilità di copertura nei mercati privati. Poiché le cose si muovono naturalmente in modo più lento nei mercati privati, a causa dei costi di transazione e della disponibilità di informazioni, le mosse del mercato tendono a essere meno eccentriche. Inoltre, l'esistenza di mercati secondari, e la loro popolarità cresciuta nel tempo, dimostra che l'esuberanza del mercato ha dei limiti.

► **R. Fahlenbrach:** La mia intuizione è che le bolle possono facilmente verificarsi nei mercati privati, poiché l'alta opacità e l'assenza di vendite allo scoperto fanno sì che la scoperta del prezzo sia più limitata. Per fare un esempio, negli ultimi anni gli investitori istituzionali che avevano investito in cicli di finanziamento privato in fase avanzata di *start-up* sono stati costretti a ridurre significativamente le loro valutazioni di questi investimenti.



► **F. Degeorge:** Molte *start-up* private stanno rinviando le loro IPO. Può darsi che si rendano conto che le loro valutazioni private sono eccessive, e quindi sono riluttanti a portare tali valutazioni al confronto del mercato.



#### La dimensione ha un impatto sugli investimenti privati?

► **R. Fahlenbrach:** Sì, la ricerca ha evidenziato una significativa diminuzione dei rendimenti dei mega fondi di *private equity*. La stampa finanziaria tende a concentrarsi troppo sulle transazioni entusiasmanti – ma il numero di gemme nascoste nei mercati privati è notevolmente inferiore a quanto si pensi.

#### Se, come investitore, volessi ottenere un'esposizione al *private equity*, come dovrei investire?

► **M. Benzler:** Se Lei è un investitore al dettaglio che desidera ottenere un'esposizione al *private equity*, Le consiglio di intraprendere la strada dell'investimento in un fondo di fondi, poiché così facendo otterrà vantaggi di scala oltre che di diversificazione. Se Lei è un investitore istituzionale, Le suggerisco di esternalizzare le decisioni di investimento privato o di intraprendere un'attività del genere al 100%.

► **R. Fahlenbrach:** Se, come investitore, crede fermamente nei mercati privati e decide di investire in *private equity*, deve impegnarsi a partecipare a tutte le diverse annate di investimento, in quanto i dati mostrano che è solo dopo diversi anni che si può veramente determinare quali sono state le annate buone e quali le cattive.

#### Quali sono le caratteristiche essenziali che un investitore privato dovrebbe avere?

► **R. Fahlenbrach:** Gli investitori nei mercati privati devono avere prospettive di investimento a lungo termine, una notevole ricchezza finanziaria da investire, una forte capacità di sopportare il rischio e l'accesso a interessanti opportunità di investimento attraverso i migliori fondi.

► **W. Nicoll:** È estremamente difficile prevedere il futuro, ma l'aumento della regolamentazione fa sì che i mercati privati saranno una soluzione di investimento attraente per gli anni a venire. Consiglierei di andare dove altri sono assenti e di essere pronti a fare il duro lavoro necessario per trovare una buona opportunità.

#### Gli investitori al dettaglio di tutto il mondo possono trarre vantaggio dall'investimento nei mercati privati o devono attenersi agli ETF?

► **L. Frésard:** Nell'attuale contesto normativo, è molto difficile per gli investitori al dettaglio ottenere un'adeguata esposizione ai mercati privati. Sebbene sia possibile investire in società di *private equity*, tali società offrono in genere caratteristiche simili a quelle delle grandi banche. Avere fondi di tipo ETF che investono in imprese private potrebbe essere un'interessante aggiunta al mercato, ma la questione della liquidità dovrebbe essere ancora affrontata, poiché gli investimenti privati sono per definizione a lungo termine e illiquidi.

► **W. Nicoll:** I mercati quotati sono complessi e richiedono generalmente la consulenza di esperti. Questa complessità, e quindi la necessità di consulenza, è ancora più vera per i mercati di *private equity*. L'indebitamento privato è molto più facile per un investitore al dettaglio rispetto al *private equity*, purché si possa mantenere il proprio investimento fino alla scadenza.

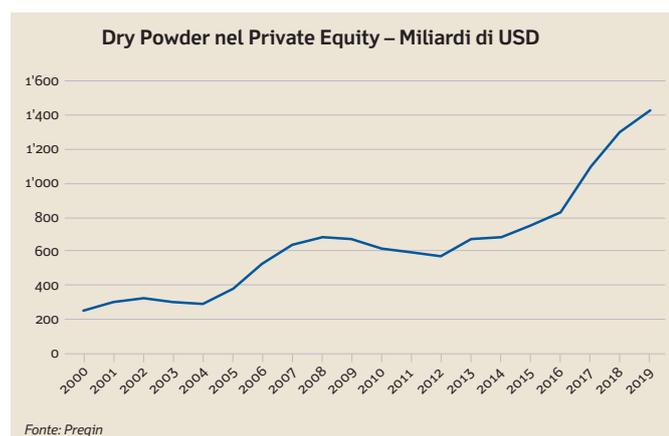
► **R. Fahlenbrach:** Le imprese quotate in borsa sono cambiate sostanzialmente negli ultimi 20 anni. Queste imprese sono più vecchie, più grandi e meno entusiasmanti, il che significa che investire nella crescita è diventato sempre più difficile per un investitore al dettaglio. Il problema con i mercati privati è l'asimmetria dell'informazione – è necessario essere un esperto per identificare le aziende legittime. Solo i grandi investitori con una forza lavoro altamente qualificata possono superare questa asimmetria informativa.

► **F. Degeorge:** Negli Stati Uniti la SEC sta cercando sia di aumentare il numero di imprese che vanno in borsa, sia di migliorare l'accesso ai mercati privati per i piccoli investitori al dettaglio. È troppo presto per dire se queste iniziative avranno successo.

**Ovviamente, i dati sui mercati quotati differiscono notevolmente da quelli dei mercati privati. Come possono gli investitori aggirare questa discrepanza? È un problema o un vantaggio?**

► **R. Fahlenbrach:** I dati del mercato privato esistono, ma sono in gran parte non standardizzati e proprietari, il che significa che la valutazione del rischio è più complicata. Tuttavia, una minore trasparenza potrebbe essere un vantaggio: poiché è più difficile trovare buoni affari e ottenere informazioni, c'è meno concorrenza e i rendimenti potrebbero essere più elevati.

► **W. Nicoll:** Un aspetto positivo dei mercati privati è che le informazioni possono essere più liberamente e rapidamente disponibili per gli investitori di quanto non lo siano nei mercati quotati, in quanto può esistere un rapporto molto più stretto tra l'investitore e l'impresa finanziata. Questa vicinanza si verifica, ad esempio, quando l'investitore ha un amministratore nel consiglio di amministrazione dell'impresa o è l'unico investitore. Un altro aspetto fondamentale è che, a causa dei requisiti normativi, a tutti gli investitori del mercato quotato viene offerta la stessa, limitata quantità di informazioni e dati. Questa standardizzazione e limitazione delle informazioni all'interno dei mercati quotati spinge gli investitori ad affidarsi a verifiche e valutazioni di terzi, mentre la diversità e la ricchezza delle informazioni all'interno dei mercati privati richiede curiosità e disciplina di ricerca da parte degli investitori.



**Come già detto, attualmente sul mercato è disponibile una grande quantità di *dry powder*, cioè capitale che è stato impegnato dagli investitori in un fondo di *private equity*, ma non è ancora stato chiamato e investito dal fondo.**

**Come gestiscono gli istituti finanziari questa situazione, in particolare per quanto riguarda la pressione da parte degli investitori?**

► **M. Benzler:** C'è stato invero un accumulo di *dry powder* nel corso degli anni per diversi motivi. In primo luogo, dato che i mercati privati sono molto frammentati, in alcune parti del mercato si è accumulata un'eccessiva capacità di investimento. In secondo luogo, molti capitali sono stati riversati in alcuni fondi, che sono così diventati mega fondi. È probabile che questi mega fondi debbano affrontare problemi, in base alle loro dimensioni e all'orientamento degli investimenti, a causa della mancanza generale di opportunità di investimento. Personalmente ritengo che negli ultimi dieci anni il flusso complessivo degli affari sia stato ampiamente soddisfacente, ma che nell'attuale situazione economica la *dry powder* diventerà motivo di preoccupazione.

► **W. Nicoll:** Se si cerca un rendimento stabile e liquido quando si investe nei mercati privati, la disciplina temporale è essenziale. I mercati non rimangono stabili per sempre, per cui è necessario un certo ritmo quando si investe. Vale la pena notare che le opportunità si presentano sia nei mercati al rialzo che in quelli al ribasso, ma bisogna avere pazienza e rimanere allineati ai propri obiettivi iniziali per avere successo. Per quanto riguarda i partecipanti al mercato che desiderano investire nei mercati privati, è utile essere onesti e far loro sapere che, a volte, non c'è niente di buono da comprare.

► **R. Fahlenbrach:** Ho l'impressione che molti investitori dimentichino che i mercati sono ciclici e che troppi soldi sono alla ricerca di rendimenti troppo bassi. I fondi di *private equity* devono dimostrare disciplina d'investimento e attenersi alle loro tesi d'investimento, ma è difficile farlo quando i mercati sono in piena espansione. Alcuni investitori spingono i fondi di *private equity* a impiegare più capitale, anche se i fondi non vedono ottime opportunità, perché hanno un importo fisso assegnato alle strategie dei mercati privati.

# L'impatto della pandemia COVID-19 sui mercati finanziari

**Siamo ormai a metà del 2020 e le prospettive economiche e finanziarie per l'anno in corso sono fosche. Dovremmo aspettarci che i mercati privati ne risentano allo stesso modo dei mercati quotati?**

► **M. Benzler:** I mercati privati seguono tipicamente i mercati quotati, con uno scarto temporale di tre-sei mesi. Una parte dell'impatto è dovuto alla meccanica della valutazione, che si basa su imprese quotate comparabili, mentre un'altra parte è legata all'effetto che la crisi COVID-19 avrà sui ricavi e sugli utili delle imprese.

► **L. Frésard:** A me le prospettive per il 2020 non sono ancora chiare, in quanto dipendono veramente dalla struttura dei pacchetti di salvataggio che i governi di tutto il mondo stanno mettendo insieme e da come gli investitori di *private equity* utilizzeranno il loro grande inventario di *dry powder*. Nel complesso, non sono sicuro che ci sarà una grande differenza nel modo in cui i mercati privati e i mercati quotati saranno influenzati.

► **R. Fahlenbrach:** Credo che questo sia il momento della verità per i mercati privati, e in particolare per il mercato del debito privato. Dopo un decennio di crescita e un'economia sana, ora vediamo una profonda recessione davanti a noi, e i finanziatori non tradizionali nei mercati del debito privato hanno un vero banco di prova dei loro modelli di valutazione del rischio. Il problema si riduce al fatto di sapere se hanno valutato il rischio in modo adeguato.

► **F. Degeorge:** I mercati privati sono chiaramente influenzati da quanto sta accadendo nell'economia reale. Il *private equity* ha spesso agito come fornitore di liquidità nei periodi di turbolenze finanziarie ed economiche del passato, e qui ci sono preziose opportunità per investitori con le tasche profonde.

**Quando e come crede che gli effetti della pandemia finiranno?**

► **M. Benzler:** Attualmente stiamo lavorando con tre scenari di recupero: uno scenario in forma di V, con una ripresa rapida e netta; uno scenario in forma di U, con una ripresa più lenta, ma ancora relativamente rapida, entro la fine del 2020; e uno scenario in forma di L, con un percorso di recupero lento. La mia migliore previsione attuale è che ci stiamo dirigendo verso un recupero in forma di U, ma la mia opinione si basa su una serie limitata di dati.



### Quando la liquidità si prosciuga, ha notato se si verificano svendite nei mercati privati?

► **F. Degeorge:** I mercati privati tendono a essere illiquidi. Di conseguenza, non sono un ambiente favorevole per le svendite. Guardando al futuro, gli investitori potrebbero vedere questa illiquidità come una caratteristica interessante. Investire nei mercati privati può essere un modo per esercitare l'autocontrollo: elimina il rischio futuro di prendere decisioni dettate dal panico in mezzo al caos del mercato, così come Ulisse ha eliminato il rischio di cedere alla tentazione delle Sirene legandosi all'albero della sua nave.

► **W. Nicoll:** È inusuale vedere svendite, a meno che non vi sia una grande quantità di leva finanziaria applicata a una *asset class*. Questa concentrazione di leva finanziaria non è stata generalmente applicata agli attivi privati.

► **M. Benzler:** Non vedo ancora svendite, ma sono sicuro che si verificheranno in qualche misura, a seconda della forma del recupero.

### Come verrà utilizzata tutta la *dry powder* in eccesso, accumulata nell'ultimo decennio, e contribuirà a stabilizzare il calo dei prezzi?

► **M. Benzler:** L'inventario attuale di *dry powder* nei mercati privati è molto elevato. Probabilmente sarà utilizzata in modo significativo nei prossimi trimestri per aiutare gli investimenti in difficoltà e per trarre vantaggio dai concorrenti in difficoltà.

► **L. Frésard:** Da quanto vedo, sulla base dei recenti dati del 2020, sembra che la *dry powder* non sia ancora stata impiegata. Ma non mi è chiaro se i fondi di *private equity* possano utilizzare gran parte del loro denaro per aiutare le società di portafoglio, perché così facendo potrebbero diluire i loro investitori azionari.

### C'è stato un aumento delle richieste di finanziamenti privati dopo il crollo del mercato azionario di fine febbraio 2020?

► **W. Nicoll:** I mercati privati tendono a rallentare quando la volatilità è insolitamente elevata nei mercati quotati.

► **M. Benzler:** In realtà è accaduto proprio il contrario, in quanto l'attività di investimento e di richiesta di capitale e ha subito un significativo rallentamento. In un momento successivo, tuttavia, tale aumento potrebbe verificarsi. La necessità di finanziamenti privati di solito aumenta dopo una crisi.

► **F. Degeorge:** Alcuni rapporti dell'aprile 2020 mostrano un aumento dell'attività dei PIPE – investimenti privati in *public equity* – negli Stati Uniti, suggerendo che le società quotate in borsa vendono le loro azioni a gruppi di *private equity* con sconti significativi. I dati mostrano che l'ultimo anno record per l'attività dei PIPE è stato il 2008, nel pieno dell'ultima crisi finanziaria.



## Swiss Finance Institute

Lo Swiss Finance Institute (SFI) è il centro nazionale per la ricerca di base, il dottorato, lo scambio di conoscenze e la formazione continua in ambito bancario e finanziario. La missione dello SFI è far crescere il capitale di conoscenze per la piazza finanziaria svizzera. Creato nel 2006 come partenariato pubblico-privato, lo SFI è un'iniziativa congiunta che riunisce gli operatori finanziari svizzeri, sei università svizzere di punta, e la Confederazione.

### Editori

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Contact

Dr. Cyril Pasche  
+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

