

Private Equity: efficiente trade-off tra costi di gestione e rendimenti attesi, in un contesto che si conferma virtuoso

Dott. Giorgio Mercogliano

Acaya (LE), Settembre 2018

Private Equity: trade-off fra costi e rendimenti attesi

- I rendimenti annui del PE sono **ancorati all'economia reale**, molto di più rispetto ad altre asset class, più esposte alla volatilità e alla dinamica delle variabili finanziarie.
- Il PE ha generato storicamente **rendimenti superiori all'investimento nei mercati azionari** - i più recenti studi indicano **circa 300 Bps** di premio annuo su un orizzonte temporale di 10 anni.
- Il PE, pertanto, risulta lo strumento principale per investire nell'economia reale di un paese. Peraltro in un orizzonte di investimento di medio termine (Investitori Previdenziali), il premio per il rischio di liquidabilità generato dal PE, andrebbe valutato comparandolo con il **minor rischio di volatilità rispetto all'equity pubblico**.
- La missione dell'investimento in PE è quella di incidere direttamente sull'andamento presente e prospettico delle società partecipate attraverso la **selezione delle migliori opportunità** nel contesto economico di riferimento al momento dell'investimento e con un **approccio attivo del gestore** nei processi operativi e di *governance*.

Private Equity: analisi dei rendimenti (1/2)

Chart 8: 10-Year Asset Class Risk-Adjusted Performance - As of 6/30/2017

Asset Class	Annualized Total Return	Annualized Volatility	Sharpe Ratio
Private Equity ex Credit and Real Assets	8.9%	14.6%	0.43
U.S. Equities	7.3%	16.9%	0.27
Hedge Funds	3.0%	7.5%	0.04
Global Equities	3.7%	18.1%	0.06
International Equities	1.0%	19.8%	< 0
Emerging Market Equities	2.2%	24.0%	< 0

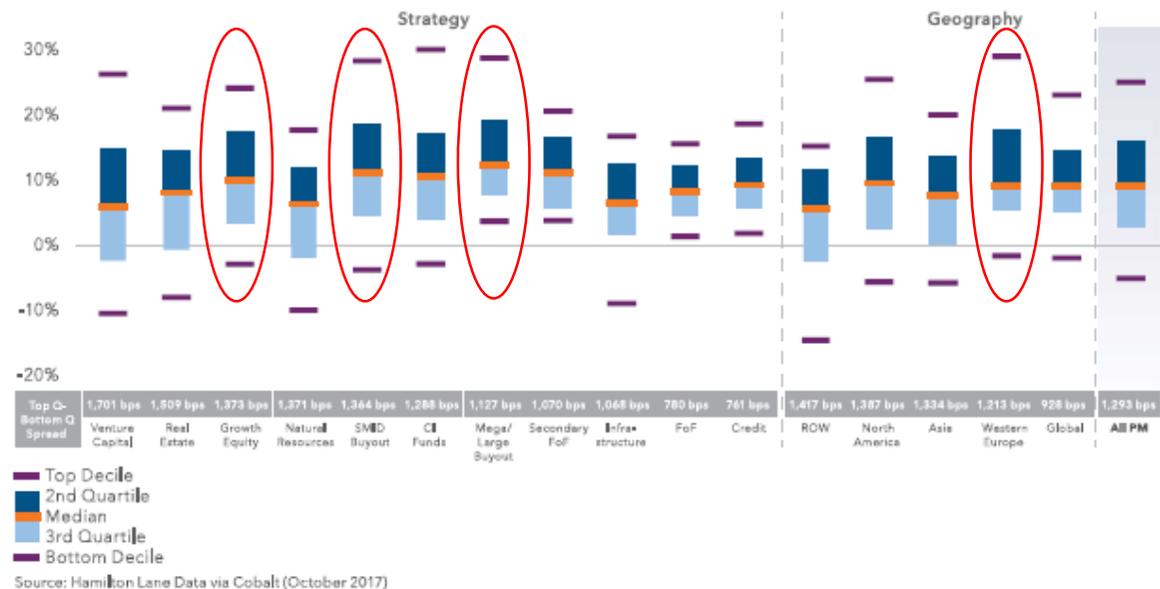
Source: Hamilton Lane Market Overview 2017-2018

- In particolare il PE continua ad essere (dati al 30.6.17) l'asset class che genera i ritorni maggiori, come indicato dal grafico a lato;
- Da segnalare a tale proposito anche i dati relativi alla volatilità ed al premio riconosciuto alla stessa.

Private Equity: analisi dei rendimenti (2/2)

- Anche i livelli di dispersione delle performance segnalano l'interesse del PE, quale *asset class* da sempre in grado di generare contribuzioni positive ai ritorni dei portafogli di investimenti;
- Interessanti i dati relativi all'Europa, che rappresenta l'area geografica con le migliori performance storiche.

Chart 13: Dispersion of Returns by Strategy and Geography
Vintage Years: 1979-2013; Ordered by Spread of Returns



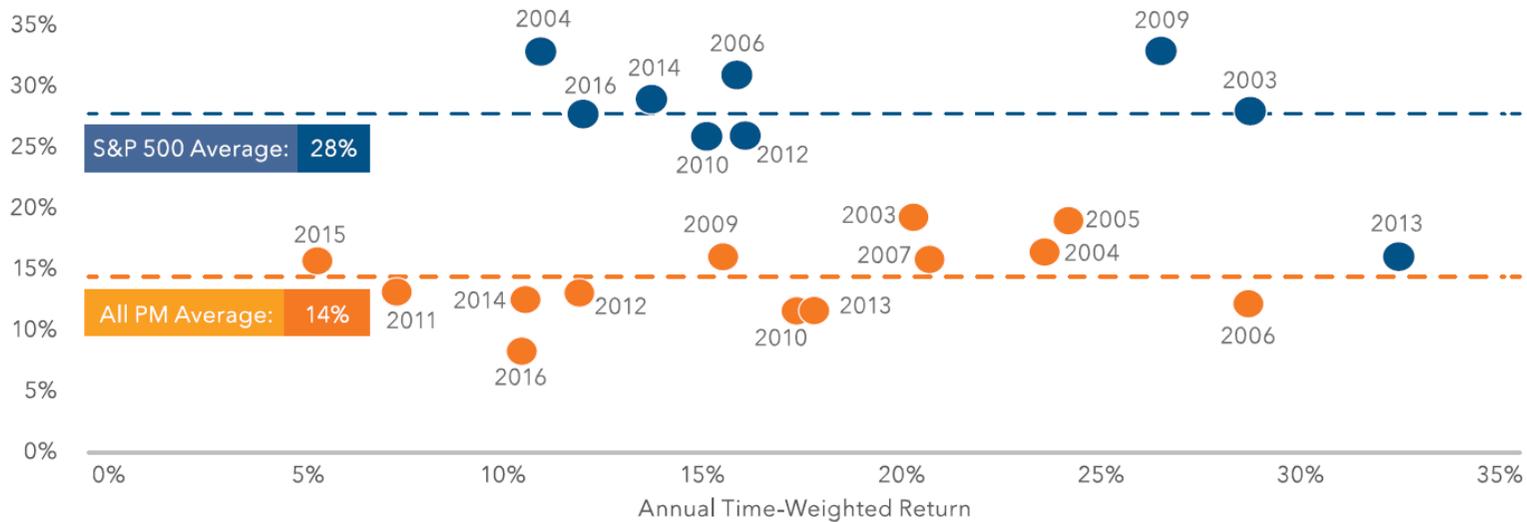
Private Equity: un investimento che va “costruito”

- I portafogli istituzionali maggiormente investiti in PE **hanno generato rendimenti più alti** e con maggiore costanza.
- Il PE, infatti, grazie alle sue caratteristiche di rendimento, volatilità e correlazione, consente di costruire **portafogli di investimento più efficienti**.
- Tuttavia, vista l'impossibilità di investire in PE replicando un indice e vista la forte dispersione dei rendimenti realizzati dai gestori attivi nella medesima categoria di investimenti (per asset class/vintage/strategia/geografia), diventa fondamentale la **capacità dell'investitore istituzionale di costruire correttamente il proprio portafoglio di PE e selezionare i giusti partners/gestori**.
- Il processo di investimento in un fondo di PE e la struttura stessa di tale prodotto di investimento, consente inoltre **maggiori possibilità di evitare rischi di moral hazard** e prevede un ampio sistema di incentivo che **allinea l'interesse degli investitori e del gestore**.

Il processo di selezione – alcune considerazioni (1/3)

- Una parte molto significativa dei risultati dei *public market* è generata dai primi 10 titoli in termini di performance. Questo non è vero per i *private markets*, dove la contribuzione ai risultati complessivi dei primi 10 performers è circa la metà di quello che accade nel «mondo public».

Chart 16: Percent of Return from Top 10 Performing Stocks/Funds
Years with Annual Returns Above 5%; 2003–2016



■ S&P 500 ■ All Private Markets

Source: Hamilton Lane Data, FactSet, Bloomberg (October 2017)

Il processo di selezione – alcune considerazioni (2/3)

- Se evitare i *bottom-quartile performers* è importante per i ritorni, riuscire ad individuare gli *outperformers* ha generalmente un impatto maggiore sui portafogli.

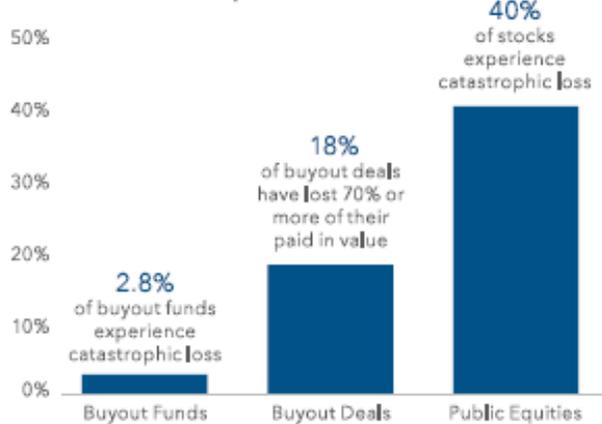
Chart 17: Impact of Top- and Bottom-Quartile Funds
All Private Markets by Vintage Year



Source: Hamilton Lane Data (October 2017)

Il processo di selezione – *alcune considerazioni (3/3)*

Chart 18: Catastrophic Loss



Source: Hamilton Lane Data (October 2017), FactSet, J.P. Morgan Asset Management

- Questo è dovuto essenzialmente alla magnitudo del *downside risk* nei portafogli di PE;
- Il rischio di perdite catastrofiche (definite come la perdita uguale o superiore al 70% in conto capitale) in un fondo di *buyout* è inferiore al 3%;
- Tale rischio sale al 18%, se guardiamo alle singole *portfolio companies*;
- Secondo uno studio effettuato da JP Morgan Asset Management, tale rischio è pari al 40% per le *public market stocks*, ovvero circa 13x più rischioso di un fondo di *buyout* e circa il doppio rispetto ad una *PE portfolio company* !!
- Ne consegue la riflessione che **il *downside risk* è spesso sovrastimato dagli LPs vs il più significativo «rischio» di non riuscire a selezionare gli *overperformers* in grado di generare *upside* !!**

Mercato degli investimenti alternativi: la raccolta

Chart 3: Global Private Markets Fundraising by Geography



- Guardando ai livelli di *fundraising* dei *private markets* nel 2017, sembrerebbe che lo stesso abbia raggiunto un anno record nei volumi di capitale raccolto;
- considerando tuttavia l'incidenza di tali volumi sul MSCI World Market Cap si nota che l'incidenza media dal 2000 si attesta ad un «miserico» 1,6%!
- Soprattutto, i livelli raggiunti nel 2017 in termini di incidenza, sono al di sotto dei massimi del 2006, pur con volumi in valore assoluto superiori ai precedenti massimi del 2007-2008

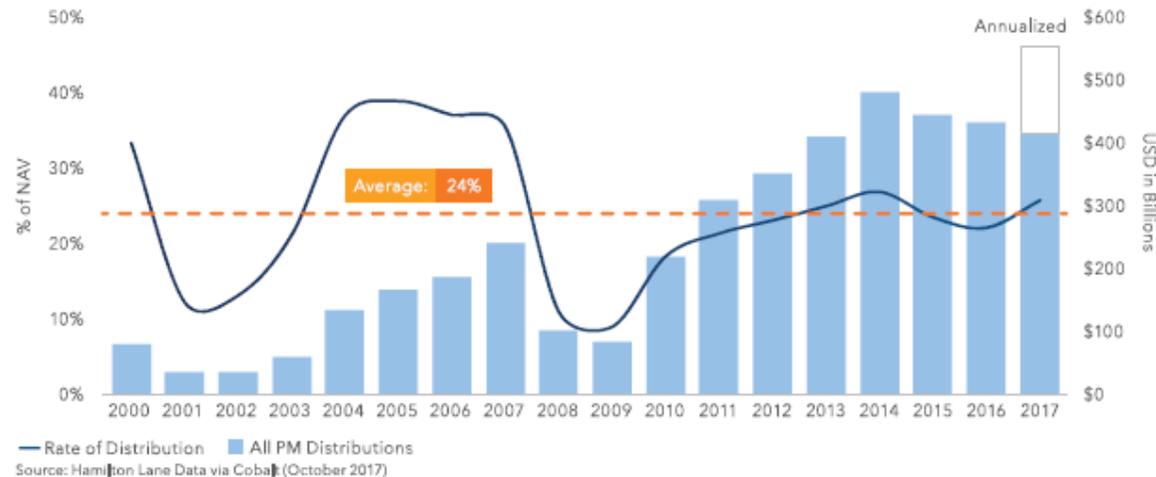
Mercato degli investimenti alternativi : *capital overhang*



- Anche dal lato delle contribuzioni degli LPs si nota come l'ammontare in valore assoluto sia cresciuto negli ultimi anni, ma che, allo stesso tempo, le percentuali di *unfunded commitment* si sono mantenute ai livelli della media storica;
- Ad ogni modo, è appena il caso di notare che il totale di **capitale contribuito dagli LPs - di tutti i *private markets*** - nel 2016 è pari a circa la metà della capitalizzazione di Apple alla data della redazione di questa presentazione !!

Mercato degli investimenti alternativi : le distribuzioni

Chart 32: Annual Private Markets Distributions

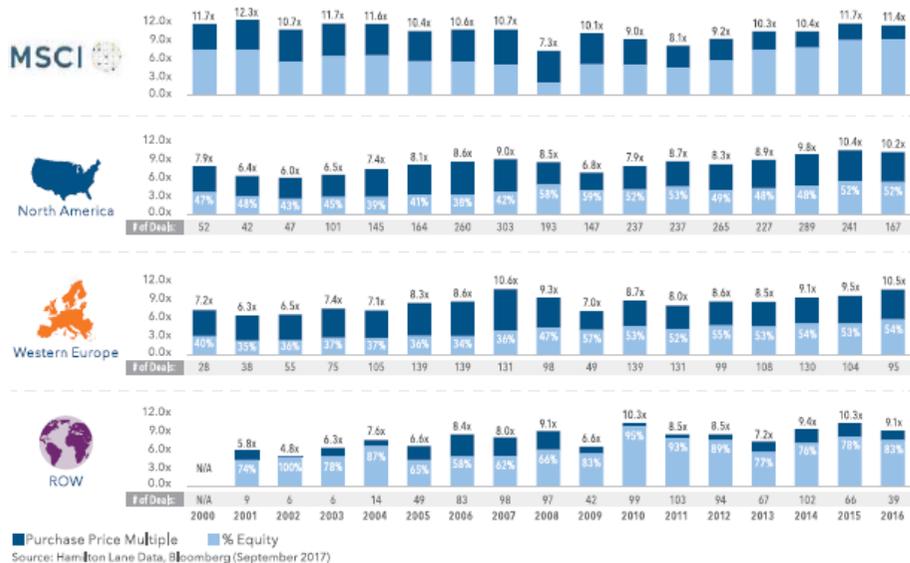


- Osservando i livelli di capitale distribuito agli LPs, se nel 2015-2016 si è registrato un lieve calo, da un lato in percentuale del NAV i livelli di distribuzione si sono mantenuti comunque intorno ai dati medi, dall'altro, nel 2017 si è registrato un incremento dei livelli di distribuzione, sia in valore assoluto, che in relazione al NAV;
- In ogni caso se si sommano i volumi di distribuzione ricevuti dagli LPs nel 2016 dai *private markets*, **tale ammontare è circa uguale all'ammontare aggregato dei dividendi distribuiti dalle società dello S&P 500 nello stesso anno !!**

Mercato degli investimenti alternativi : il costo degli investimenti (PE) – (1/2)

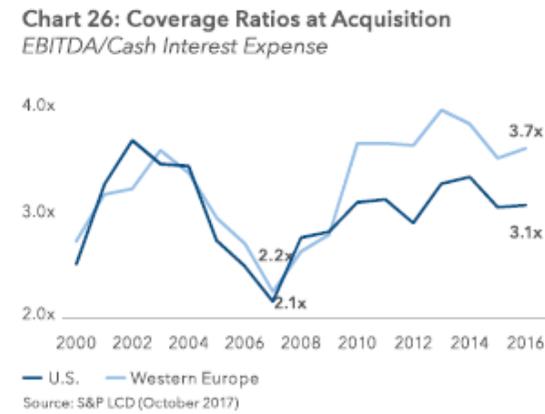
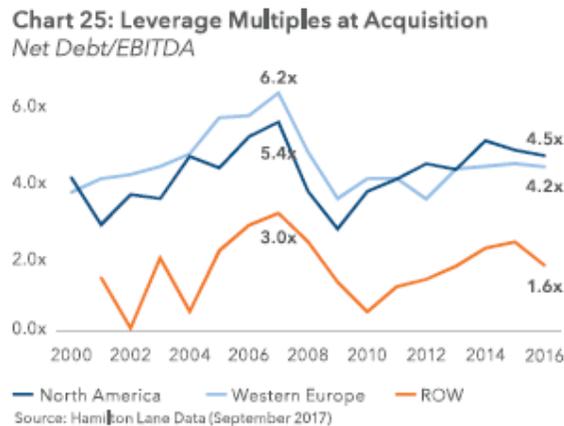
Chart 22: Purchase Prices

EV/EBITDA and % Equity, Median by Deal Year



- Analizzando il livello dei multipli attualmente osservabili sul mercato, si nota un aumento degli stessi. Tale dinamica tuttavia è uguale a quella osservabile sui mercati liquidi (cfr MSCI).
- Inoltre i livelli di *deployment*, come visto in precedenza, si mantengono ai livelli medi storici, segnalando una dinamica «normale» nell'utilizzo del capitale da parte dei gestori.

Mercato degli investimenti alternativi : il costo degli investimenti (PE) – (2/2)



- Anche da un'analisi con l'*LBO approach*, i livelli di *leverage* si sono incrementati negli ultimi anni dopo il periodo di contrazione dovuto alla crisi del 2008, ma rimangono sui livelli già conosciuti e comunque inferiori a quelli immediatamente precedenti alla crisi.
- Più importante i dati di sostenibilità, che segnano indici di copertura della spesa per interessi ai massimi dal 2000.
- Tali dati forniscono ulteriore supporto alle osservazioni relative ai multipli di mercato visti in precedenza, ed una spiegazione alternativa a quella di un «surriscaldamento» del mercato.

CONTACTS

Equinox Advisory (Lugano Branch)

Riva Albertolli 1 - Palazzo Gargantini - CH-6900 Lugano

Tel. +41 91 9116080 - Fax +41 91 9116089