



OSSERVATORIO SUGLI INVESTIMENTI ISTITUZIONALI

LA RELAZIONE TRA MERCATI PRIVATI E INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL 2021

Dimensioni del mercato, strumenti disponibili e ruolo dei diversi attori del sistema italiano: quali prospettive per i private market?

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

OSSERVATORIO SUGLI INVESTIMENTI ISTITUZIONALI
LA RELAZIONE TRA MERCATI PRIVATI
E INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL 2021

Dimensioni del mercato, strumenti disponibili e ruolo dei diversi attori
del sistema italiano: quali prospettive per i private market?

A cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali

COORDINAMENTO SCIENTIFICO E REDAZIONE:

Dott. Niccolò De Rossi

Dott. Gianmaria Fragassi

Chiuso in redazione il 3 maggio 2021

La redazione del presente Osservatorio è stata possibile grazie al sostegno di:

Eurizon Asset Management, Fenera & Partners SGR, Generali Real Estate, Green Arrow Capital,
HAT SGR, Oddo BHF Asset Management, Pantheon, Riello Investimenti Partners SGR,
Quadrivio Group, Team System Capital at Work Sgr, Three Hills Capital Partners



L'ultimo decennio ha rappresentato uno di quei periodi che possono essere definiti spartiacque. Le regole del "gioco" della finanza sono state stravolte **dall'epocale cambiamento nelle misure di politica monetaria** e dai tassi di interesse negativi che hanno rappresentato un'assoluta novità sui mercati obbligazionari e nei paradigmi di investimento di tutti gli investitori. Durante questa lunga fase gli operatori del settore, anche nel nostro Paese, hanno iniziato a dover fare i conti con la necessità di guardare a nuove forme di investimento, a nuovi strumenti definiti spesso alternativi che, in verità, in Europa e Stati Uniti erano già da anni particolarmente diffusi. **Ma quali sono le ragioni che ancora frenano il decollo degli investimenti in strumenti alternativi in Italia?** Malgrado un sistema economico che - almeno in apparenza - sembra pronto al definitivo salto di qualità e nonostante il fascino che caratterizza gli investimenti in aziende e imprese del nostro territorio (un investimento tangibile...), appare chiaro come ci sia ancora bisogno di un approfondito confronto tra tutti gli *stakeholder*.

Uno degli elementi che la crisi derivante dalla pandemia di COVID-19 ha maggiormente evidenziato è **la fragilità del tessuto economico e industriale italiano nel suo complesso**, peraltro caratterizzato da un elevato numero di piccole e medie imprese (la maggior parte non quotate sui mercati) dalle quali dipende ben oltre il 70% dell'occupazione. Per poter rimanere sul mercato, soprattutto durante questa fase post-emergenziale, accanto alle risorse e ai ristori messi a disposizione dai governi, oggi più che mai **si avverte l'esigenza di mettere in campo un serio programma teso a incentivare**, anche attraverso nuove agevolazioni fiscali, **l'afflusso di capitali privati e istituzionali alle PMI**.

Gli investitori istituzionali da questo punto di vista sono da tempo protagonisti di un percorso di investimento attraverso fondi di *private equity* e di *private debt* che consentono, da una parte, alle imprese di crescere, investire, internazionalizzarsi e, dall'altra, agli investitori di beneficiare di una maggiore diversificazione e di rendimenti alternativi. Le due *asset class* già citate hanno sicuramente un fascino particolare che pare in grado di incontrare positivamente le esigenze di tutti gli attori in campo. Sono numerose, infatti, le buone pratiche messe in atto, a **dimostrazione di come la strada da percorrere sia quella giusta**: riuscire ad attirare e mantenere in alto l'attenzione del regolatore su questo fronte potrebbe allora consentire la definitiva maturazione del sistema. Fino a oggi, infatti, non sembra esserci stata da parte del legislatore una vera volontà normativa di ripensare, ad esempio, la fiscalità degli investitori istituzionali o di agevolare procedure burocratiche e tassazione relativa a questi particolari strumenti. Tutti elementi, questi, che incidono peraltro non solo sull'attività di investimento **ma anche sull'operatività e sulle scelte di governance** di Casse di Previdenza e fondi pensione, Fondazioni di origine Bancaria e Compagnie di Assicurazione.

Come detto, ciononostante gli istituzionali italiani sono ormai da tempo attivi sul versante dei mercati privati e **il *private equity*, così come il *private debt*, sembrano gli strumenti ideali** per diversificare gli impegni di investimento in strumenti utili alla collettività e garantire ritorni interessanti anche in periodi di stress economico. Per queste ragioni, e per quelle che si avrà modo di leggere in questo Osservatorio, **sembra necessario trovare il giusto bilanciamento tra le numerose variabili in gioco**: un'impalcatura normativa e fiscale che regoli ma soprattutto semplifichi il processo di investimento, una strutturazione di prodotto sempre più specializzata e in linea con le caratteristiche e le attività gestionali di enti previdenziali e non e, infine, un consolidamento nel percorso di formazione e strutturazione delle *governance* e delle strutture decisionali dei diversi investitori istituzionali.

Insomma, **una crescita sistemica** che porti tutti gli attori interessati verso un consolidamento degli investimenti nei *private market*.

1. I numeri degli investimenti alternativi *across the board* e in Italia

Se confrontati con la media di altri Paesi europei (per non parlare del mercato statunitense), **i numeri degli investimenti nei *private market* in Italia sono ancora molto contenuti**, oltre a essere di difficile reperibilità. In questi mercati sono infatti presenti operatori di *private equity* e *private debt* con masse gestite difficilmente paragonabili a quelle degli operatori italiani: Ardian in Francia conta oltre 110 miliardi di euro, Partners Group in Svizzera 100 miliardi, Tikehau Capital 30. Nel nostro Paese gli operatori più grandi arrivano a gestire risorse attorno a qualche (2-4) miliardo di euro.

Nonostante questo, gli investimenti in quest'ambito sono in lento ma - ecco la buona notizia - costante aumento. **La cattiva notizia è però che l'Italia non gioca ancora un ruolo da protagonista su questo fronte** malgrado sia il terzo PIL dell'Eurozona con 1.651,59 miliardi di euro (dietro alla Germania con 3.332,23 miliardi e alla Francia con 2.290,20) e seconda solo alla Germania per valore della produzione manifatturiera. **Osservando i dati sulla raccolta di *private equity* nel 2020 in Italia¹, questa ha raggiunto i 2.072 milioni di euro**, in crescita (+32%) rispetto ai 1.566 milioni del 2019 con 26 operatori coinvolti. A fronte di questo significativo aumento, che lascia percepire il potenziale nascosto, un dato relativamente poco positivo in prospettiva riguarda **la composizione geografica dell'investimento**: il 90% del totale proviene infatti da investitori domestici, segnale poco confortante in un'ottica di internazionalizzazione dei fondi.

In particolare, quali sono i soggetti più attivi in questo settore? **La raccolta è suddivisa tra diversi investitori**: il 28% deriva da investitori individuali e *family office*, seguiti dalle assicurazioni con il 27%, dai fondi di fondi istituzionali con il 16% e da fondi pensione e Casse di Previdenza con il 12%. Questi ultimi, dunque, "pesano" per ora circa 250 milioni di euro nella raccolta del *private equity* in Italia.

I numeri del *private equity* a livello globale

Per meglio parametrare la grandezza del settore degli investimenti alternativi, e quindi il loro potenziale sviluppo, del nostro Paese rispetto al resto d'Europa e del mondo può essere utile confrontare i dati in arrivo da differenti istituti di ricerca.

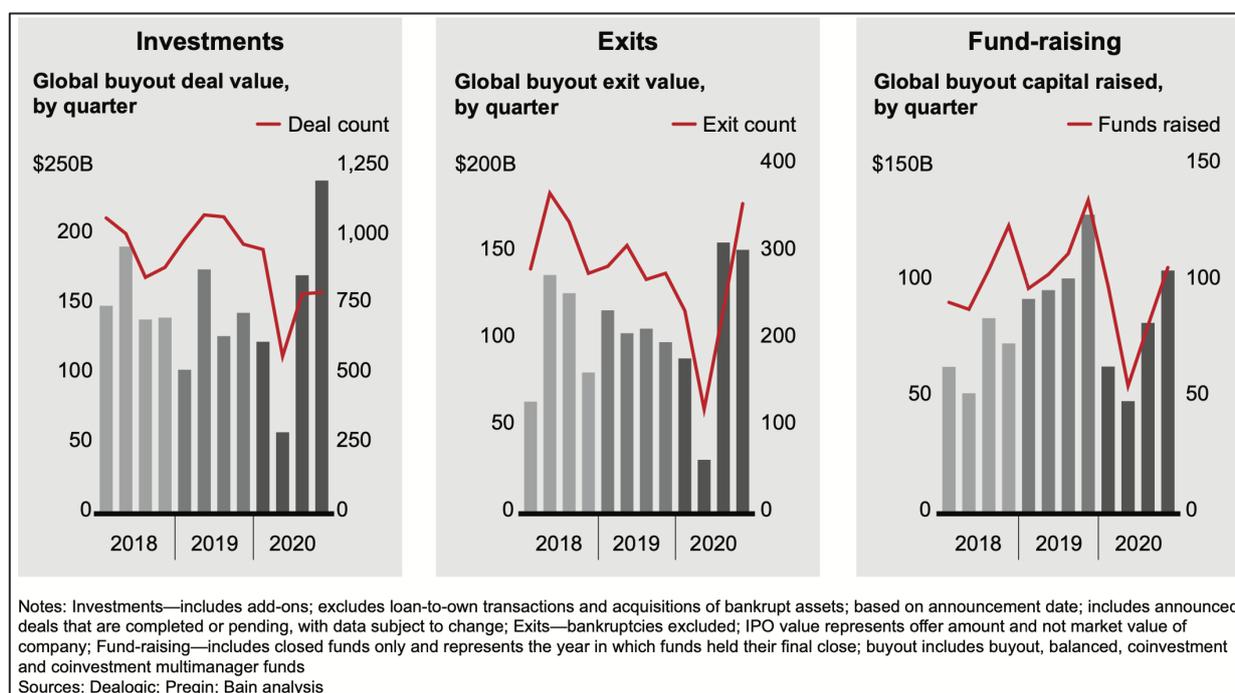
Secondo il *Global Private Equity Report 2021* pubblicato da Bain&Company², la raccolta del *private equity* a livello globale è diminuita bruscamente nel secondo trimestre 2020, ma è tornata a crescere nel secondo semestre dell'anno. Questo testimonia come i *private asset* siano **uno strumento resiliente, poco volatile e che probabilmente risulta molto efficace nei momenti di difficoltà** riuscendo a trovare opportunità di investimento diversamente identificabili. Anche i livelli di investimenti ed *exit*, dopo la

¹ dati AIFI in collaborazione con PwC Italia - Deals. Per approfondimenti:
<https://www.aifi.it/private-capital-today/31185380-aifi-private-equity-e-venture-capital-nel-2020-cresce>

² <https://www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain-report-2021-global-private-equity-report.pdf>

battuta di arresto dovuta al *lockdown* nella seconda metà dello scorso anno, sono tornati a salire in maniera sensibile, come anche il *fund-raising*.

Figura 1 - L'andamento del *private equity* a livello globale (2020)



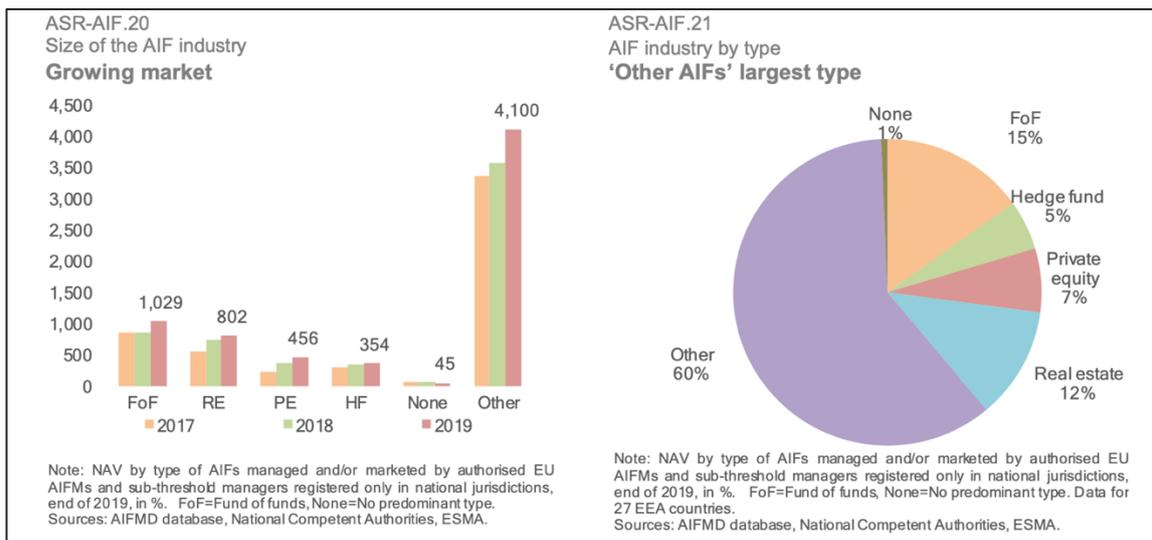
Fonte: Global Private Equity Report 2021

I numeri degli investimenti alternativi a livello globale secondo ESMA

Anche l'ESMA, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*), nel suo *Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2021*³, indica come la tendenza europea sia assolutamente in linea rispetto agli altri osservatori, con masse e dimensioni in crescita costante degli *asset* alternativi. La dimensione dei Fondi di Investimenti Alternativi in Europa ha continuato a espandersi fino a raggiungere 6,8 miliardi di euro di valore patrimoniale a fine 2019, con un aumento del 15% rispetto al 2018. Complessivamente, sempre a fine 2019, i FIA rappresentavano il 40% del settore dei fondi dell'UE. Se si scompongono i diversi tipi di FIA si scopre che il *private equity* rappresenta circa il 7% del totale, ma soprattutto che il trend della raccolta è in ascesa.

³ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1734_asr_aif_2021.pdf

Figura 2 – Dimensione e tipologia dei Fondi di Investimenti Alternativi in Europa (2019)

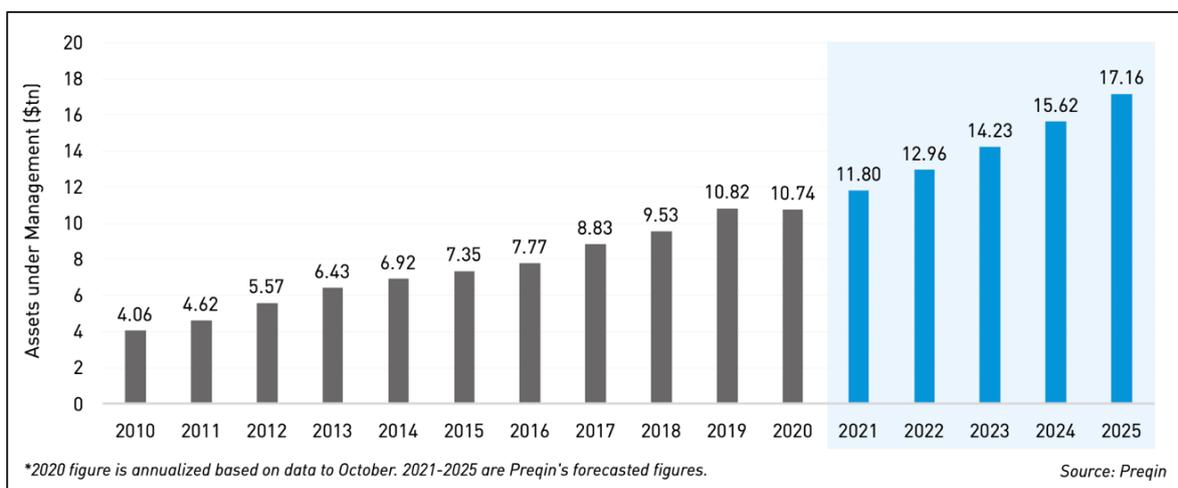


Fonte: Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2021

I numeri degli investimenti alternativi a livello globale secondo Preqin

Infine, può essere utile a guardare alle analisi prospettiche di Preqin su *private equity* e *asset* alternativi: in particolare, considerando l'impatto di COVID-19, il modello di previsione di Preqin racconta di **una crescita significativa delle masse gestite a livello globale in tutte le classi di attività alternative**⁴. Tra la fine del 2020 e la fine del 2025, le risorse in *asset* alternativi sono previste in aumento del 60%, pari a un CAGR (tasso annuo di crescita composto) del 9,8%. La distribuzione tra le diverse classi non sarà però uniforme: *private equity* e *private debt* cresceranno rispettivamente del 15,6% e dell'11,4% l'anno. Per tutte le altre classi di attività previsto invece un tasso del 5% annuo o inferiore.

Figura 3 – Le masse alternative gestite a livello globale (2010-2025*)



Fonte: Preqin Special Report - The Future of Alternatives 2025

⁴ <https://www.preqin.com/insights/research/reports/2020-preqin-markets-in-focus-alternative-assets-in-europe>

I numeri, seppur non completamente uniformi tra i diversi studi, non mentono: a livello globale gli investitori consolideranno il loro appetito in termini di rischio e rendimento, di diversificazione e di resilienza dei portafogli, **incrementando costantemente la propria esposizione ai mercati privati soprattutto attraverso l'investimento in *private equity* e *private debt*.** Se i grandi investitori nazionali sapranno superare le difficoltà e gli ostacoli che ancora sono presenti nel Paese, l'Italia avrà tutte le potenzialità, nella stagione della ricostruzione post pandemia, di seguire questo trend.

2. Limiti, ostacoli, diffidenza... la lenta crescita italiana

L'Italia ha indubbiamente una dimensione di investimento nei mercati privati che non ne rispecchia le potenzialità: come evidenziato sopra, i numeri italiani sono decisamente inferiori a quelli degli altri Paesi per quanto sia evidente come, ancor di più di questi tempi, quella degli investimenti in economia reale – e in particolare capaci di aiutare le imprese del territorio – sia una la strada maestra da percorrere. In questa prospettiva, dunque, **la minore dimensione del mercato nel nostro Paese va certamente considerata come un'opportunità di sviluppo, e non come un limite.**

Gli investimenti in strumenti alternativi e nei *private market* rappresentano **un percorso ormai irreversibile:** i tassi di interesse sempre più bassi (se non negativi), la forte volatilità, l'invecchiamento della popolazione, la pandemia hanno prodotto un'inversione di tendenza ormai senza ritorno. Rispetto ad alcuni anni fa la consapevolezza su processi, norme e fiscalità è superiore, **anche se il sistema è evidentemente alla ricerca di quella semplificazione legislativa che potrebbe dare un ulteriore slancio.** D'altra parte, la lenta crescita della propensione a investire nei mercati privati può essere parzialmente ricondotta anche alla facilità con cui, fino a poco tempo fa, si riuscivano a ottenere buoni rendimenti dagli strumenti tradizionali e, in particolare, da titoli di Stato e obbligazionari. In altri termini, le *performance* che si ottenevano acquistando un BTP - strumento facile da gestire e contabilizzare a bilancio - hanno a lungo rappresentato sì un porto sicuro dove investire i risparmi previdenziali ma anche un freno allo sviluppo dei mercati alternativi. Nei tempi d'oro dell'euro, fino al 2007, quando l'inflazione si aggirava intorno al 2,5%, i titoli di Stato a 10 anni rendevano il 5% (con rendimento reale pari 2,5%); oggi, invece, l'inflazione si attesta intorno allo 0,6%, il rendimento dei BTP a 10 anni è dello 0,6%. Di fatto, quindi, il rendimento reale è uguale a zero.

Ma perché un investitore di lungo periodo dovrebbe investire in strumenti alternativi? Il tasso di crescita del PIL, che rappresenta sicuramente un buon indicatore dell'andamento degli investimenti, suggerisce che, con ogni probabilità, **nel 2021 l'Italia recupererà un terzo di quanto perso nel 2020.** Probabile quindi che nel post COVID-19 il nostro Paese si ritrovi alle prese con un periodo paragonabile a quello 2013-2018, caratterizzato quindi da un livello di crescita che si potrebbe definire "normale": con questi presupposti però, per tornare ai livelli del 2007, sarà necessario aspettare anche una ventina d'anni.

Fare sistema, concetto che verrà ripreso in seguito, è una delle modalità che può portare a superare alcuni di questi limiti. **Fare sistema inteso come mettere in moto un percorso che coinvolga tutti gli attori del processo:** gli investitori che, aggregando masse, sfruttano le economie di scala; le imprese, che per sopravvivere e sopportare gli stress economici, si alleano all'interno delle filiere produttive;

l'industria finanziaria, spesso rappresentata in Italia da soggetti piccoli rispetto ai cugini europei. Senza dimenticare la possibilità di prevedere sinergie e veicoli di investimento, comuni nell'economia reale, tra investitori previdenziali e grandi patrimoni privati.

Il punto di vista dell'advisor (di Davide Squarzoni, Amministratore Delegato Prometeia Advisor SIM)

Le due Colazioni di Lavoro organizzate nel mese di marzo da Itinerari Previdenziali⁵ hanno “rimesso sul piatto” alcuni importanti temi trattati nelle due edizioni (2018-19) dei Tavoli di Lavoro sull'investimento in economia reale⁶ e ne hanno messi in luce di altrettanto rilevanti, grazie all'ampliamento di orizzonte rispetto al precedente focus sull'Italia e alle innovazioni nel frattempo intervenute a livello normativo e di mercato.

La “necessità di darsi delle definizioni” emersa nel 2018, ad esempio, sembra superata dalle buone pratiche ormai diffuse sia tra le Casse di Previdenza che tra i fondi pensione, **mentre non pare essere alle spalle la difficoltà nell'interlocuzione con vigilanti e legislatori**, che era e rimane un'ampia area di miglioramento nel nostro sistema previdenziale. L'esempio più lampante, relativamente al tema oggetto delle Colazioni 2021, sono gli incentivi fiscali: molta enfasi sulla percentuale di patrimonio complessivo oggetto del beneficio, grande confusione su molti dettagli che rendono lo sconto fiscale applicabile e misurabile. In termini più generali, la sensazione poco piacevole è che l'incentivo fiscale sia molto mirato alle persone fisiche (in modo fortemente regressivo, peraltro), **con la conseguenza che i prodotti disegnati su tali incentivi poco si attagliano alle esigenze degli investitori previdenziali**, sia per composizione che per struttura dei costi.

L'interlocuzione qualificata e sistemica degli investitori previdenziali con le istituzioni, di fatto sempre al palo, potrebbe auspicabilmente trovare rinnovato slancio nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), da un lato nel disegno di una profonda ed equa riforma del sistema fiscale, dall'altro nella necessità di coinvolgere anche i capitali privati negli ingenti investimenti necessari a generare una crescita sostenibile e duratura, l'unica in grado di tenere viva la speranza che l'enorme debito che stiamo mettendo sulle spalle dei nostri figli possa continuare ad essere ripagato senza “lacrime e sangue”. **In tutta Europa il piano Next Generation EU (NGEU) potrà portare opportunità di investimento in Partenariato Pubblico Privato (PPP)**, in particolare a supporto delle PMI e nelle infrastrutture materiali e immateriali, che ovunque nel mondo sono corposo oggetto degli investimenti con finalità previdenziali. Auspicabile che ciò avvenga anche in Italia, con un'unica cabina di regia e senza disperdere risorse in mille rivoli, settoriali e territoriali.

Il “Progetto Economia Reale”⁷, promosso da CDP e Assofondipensione, ha insegnato molto in tal senso, anche a noi di Prometeia nel ruolo di *advisor* di entrambi gli sponsor: gli investimenti dei fondi pensione

⁵ Per approfondimenti su temi e programmi dei due eventi dedicati ai mercati privati si rimanda al sito Itinerari Previdenziali:
<https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/eventi/eventi-2021/prima-colazione-di-lavoro.html>
<https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/eventi/eventi-2021/seconda-colazione-di-lavoro.html>

⁶ Per approfondire gli spunti emersi dai Tavoli di Lavoro sull'investimento in economia reale:
<https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/eventi/eventi-2019/tavolo-di-lavoro-sullinvestimento-in-economia-reale.html>
<https://www.itinerariprevidenziali.it/site/home/eventi/eventi-2018/tavolo-di-lavoro-sullinvestimento-in-economia-reale.html>

⁷ Per maggiori dettagli si rimanda al sito CDP:
<https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/presentato-il-progetto-economia-reale-ai-principali-fondi-pensione-italiani?contentId=CSA26833>

sono iniziati e crediamo proseguiranno, consentendo di concretizzare i numerosi elementi distintivi di questa virtuosa iniziativa di PPP. Tra questi c'è sicuramente il focus sui temi di sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* (ESG), sia da parte del gestore FII SGR che di tutti i gestori dei fondi sottostanti.

I criteri ESG e la loro applicazione sono stati uno dei piatti forti anche delle Colazioni di Lavoro Itinerari Previdenziali: **il nostro punto di vista è che proprio i *private market* consentano di abbinare alla redditività di medio-lungo termine un impatto significativo sulla sostenibilità**, dal momento che l'azienda rimane nel portafoglio del gestore per un tempo sufficientemente lungo e con il controllo, o comunque una rilevante facoltà di *engagement*, fattori chiave per migliorare significativamente la *performance* ESG dell'azienda e del fondo nel suo complesso. Lo chiamiamo, un po' prosaicamente, "alpha ESG": è quello che va effettivamente a migliorare lo *status quo* sui 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) condivisi già nel 2015 in sede ONU e fatti oggetto della cosiddetta "Agenda 2030", ambiziosa ma imprescindibile.

Il rischio infatti è che l'industria dell'*asset management* sviluppi un "effetto moda" su queste tematiche, inducendo gli investitori a soffermarsi sul "beta ESG", ovvero a concentrare le allocazioni su imprese già virtuose per ridurre al minimo i rischi, *in primis* reputazionali: non che questo sia sbagliato, anzi, ma occorre evitare la formazione di "bolle" sui virtuosi dell'ESG e soprattutto consentire alle imprese che abbiano avviato un credibile percorso di miglioramento sotto il profilo di sostenibilità di non venire escluse o eccessivamente penalizzate dagli investitori istituzionali.

Altro tema che abbiamo portato alla discussione nel corso delle Colazioni è stata la dimensione degli operatori. **Come ormai acclarato per le imprese italiane, "piccolo non è poi così bello"**. Lo stesso vale per gli investitori previdenziali e soprattutto, specie in ambito *private market*, per le SGR italiane. Se, infatti, gli investitori hanno col tempo compreso quanto sia efficace ed efficiente mettere a fattor comune alcune attività legate agli investimenti alternativi, con iniziative consortili (come il "Progetto Iride"⁸) o "di sistema" (come il già menzionato "Progetto Economia Reale"), lo stesso non si può dire per i gestori, che ancora faticano ad abbinare lo status di *boutique* con specifiche competenze a una corretta proposizione verso investitori istituzionali con dimensioni e assetti di *governance* e dei controlli adeguati.

Auspichiamo che **le opportunità generate dal PNRR**, con la necessità di creare un moltiplicatore degli investimenti pubblici con capitali privati, consentano un avvicinamento virtuoso tra la domanda degli enti previdenziali italiani e l'offerta delle SGR di *private market*, magari già nella seconda parte del 2021, quando ci sarà più visibilità sul Piano e sul *timing* dei finanziamenti.

3. Prospettive e vantaggi: a quando il decollo?

Nel prendere in esame la cosiddetta finanza alternativa non si può tralasciare alcuni aspetti di utilità e vantaggio tanto dal punto di vista puramente finanziario per gli investitori tanto per i beneficiari degli investimenti stessi (le imprese). Allo stesso tempo, la crisi pandemica - che ha fortemente indebolito il

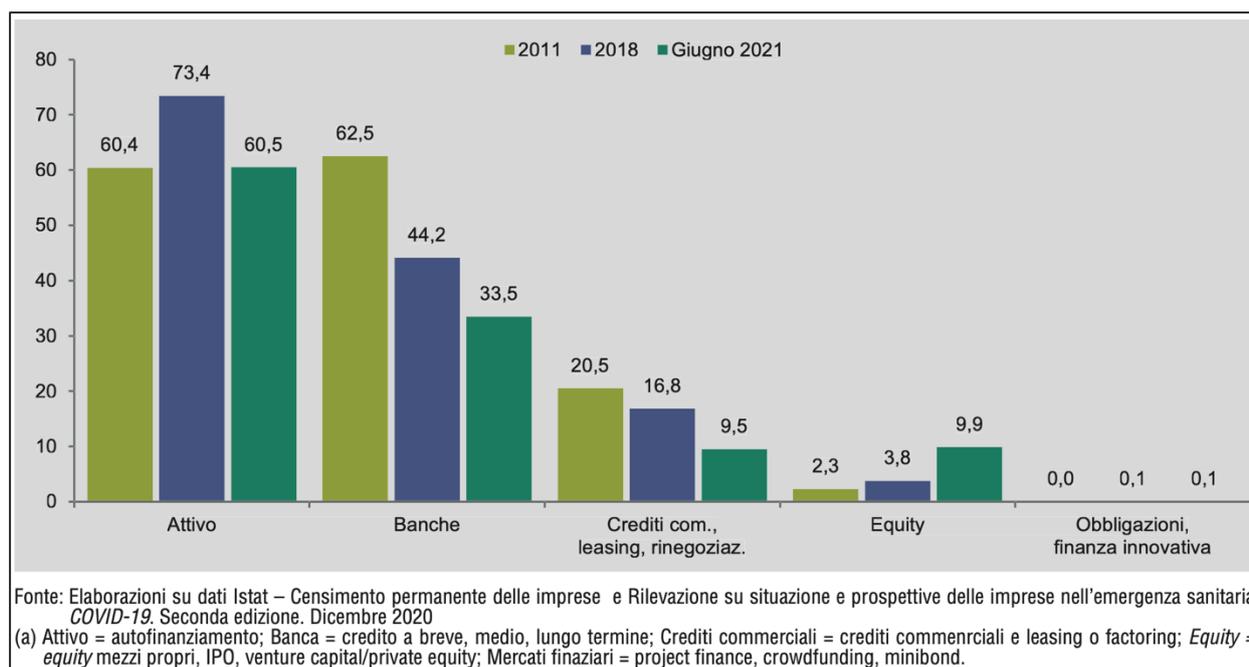
⁸ <https://progettoiride.eu>

tessuto economico e imprenditoriale italiano - è una drammatica variabile, che però offre l'occasione per riflettere proprio sull'importanza di veder crescere il mondo dei *private market* anche in Italia.

A livello globale, infatti, come già in parte anticipato nei precedenti paragrafi, le masse gestite dai fondi sia di *private equity* sia di *private debt* sono in costante aumento. Se negli anni si è assistito a un incremento della raccolta e della numerosità degli investimenti effettuati nei diversi periodi, **si intuisce quanto il mercato sia in fortissima espansione e quanto in futuro potranno crescere le masse anche in Italia.** Ma perché è così importante che ciò avvenga?

COVID-19 ha innescato una vera e propria crisi soprattutto tra le PMI, quelle più esposte a shock imprevedibili e che hanno maggiormente subito perdite di fatturato. Accanto a questo, è bene considerare quando si parla di destinare risorse proprio a quell'economia reale fatta di micro, piccole e medie aziende che rappresentano il cuore produttivo e occupazionale del Paese, il tema del loro finanziamento. L'edizione 2021 del *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi* curato dall'Istat⁹ può fornire un'utile fotografia delle diverse tipologie di finanziamento che vengono utilizzate dalle imprese.

Figura 4 - Principali forme di finanziamento delle imprese con almeno 3 addetti (2011, 2018, 2021)



Fonte: Rapporto sulla competitività dei settori produttivi, Edizione 2021, Istat

Dalla rilevazione condotta nel 2020 risulta che 4 imprese su 5 hanno modificato il ricorso alle abituali fonti di finanziamento per fronteggiare la crisi di liquidità. Da un lato, le imprese italiane hanno necessariamente ridotto l'utilizzo dell'attivo come fonte di finanziamento principale, interrompendo nel breve periodo la tendenza, osservata nell'ultimo decennio, a un crescente ricorso a questa fonte; dall'altro, hanno utilizzato in misura più diffusa il finanziamento esterno, in particolare credito bancario e credito commerciale. Dati da cui si evince come lo sforzo ulteriore e fondamentale da compiere sia non solo quello di affinare e aumentare la domanda e l'offerta di prodotti di investimento

⁹ <https://www.istat.it/it/archivio/255704>

nei mercati privati, **ma anche quello di rendere le imprese più consapevoli del beneficio che potrebbero trarre** proprio dalle voci di finanziamento che, ancora oggi, risultano scarsamente utilizzate e rivestono solo percentuali marginali rispetto all'approvvigionamento di risorse esterne. **L'apporto di equity ma anche di debito tramite strumenti differenti rispetto alla tradizione** - che, come visto, fa ampio ricorso al sistema bancario - **è una prospettiva che non può essere ignorata.** L'arrivo di nuovo capitale attraverso l'apertura delle fonti di finanziamento ai fondi di *private equity* e *private debt* mediante soluzioni di prestiti innovativi è la direttrice lungo cui soprattutto le piccole e medie imprese dovranno dirigersi.

Tutto questo non significa che ci debba essere un'eliminazione dalla catena del valore dell'attività svolta dalle banche, ma che **la compagine dell'asset management e dei fondi di investimento alternativi in economia reale rappresenta il complemento necessario allo sviluppo del sistema.** Infatti, i *player* bancari sono ancora i principali finanziatori della piccola e media imprenditoria italiana ma anche gli attori attraverso cui si dispiegano le misure di politica monetaria. Il processo di individuazione delle imprese più solide cui concedere finanziamenti nonostante periodi di difficoltà è diventata un'attività sempre più complessa e che richiede ormai competenze specifiche spesso proprie di molti dei fondi di *private equity* e *private debt* italiani. È ormai solida l'attività delle realtà italiane che si occupano ad esempio di M&A in particolare nei settori con forti potenziali di crescita legati sempre più ai temi di internazionalizzazione, sviluppo tecnologico e innovazione del proprio modello di *business*.

Aggregare piccoli *player* appartenenti allo stesso settore di attività per creare realtà di maggiori dimensioni e che possano sfruttare maggiori economie di scala conduce non solo a un potenziale aumento dei ricavi attesi ma anche a un maggior livello occupazionale e di sviluppo. Solo per citarne alcuni, moda, *food and beverage* e innovazione tecnologia sono settori che presentano maggiori spazi di investimento ma soprattutto maggiori opportunità di guadagno. A maggior ragione se la tendenza degli investitori istituzionali è quello di aggiungere a una gestione "core" più tradizionale portafogli satellite o veri e propri comparti rivolti a investimenti in *private equity* o *debt* nelle loro varie declinazioni e formule.

È in questo quadro che aumenterà la disponibilità degli investitori istituzionali a destinare parte del proprio patrimonio a questi investimenti, **rispettando però le esigenze delle rispettive platee di aderenti.** Il loro contributo al sostegno dell'economia reale è infatti fondamentale soprattutto nello scenario attuale, caratterizzato da elementi unici nella storia e che obbligatoriamente ha bisogno di approcci non convenzionali. La politica monetaria dell'ultimo decennio e le ultime 3 crisi da cui è passato il Paese hanno costretto anche fondi pensioni, Casse di Previdenza, Compagnie di Assicurazione e Fondazioni di origine Bancaria, a trovare nuove fonti di rendimento ma soprattutto diversificare l'esposizione dei propri attivi tra mercati pubblici e privati. Le numerose esperienze che negli ultimi anni sono nate, sia a livello sistemico attraverso l'aggregazione e la condivisione del percorso di investimento tra più soggetti, sia individualmente, testimoniano che **gli investitori sono consci dell'epocale cambiamento che anche la gestione delle loro risorse deve compiere.**

I vantaggi che possono derivare dall'esposizione ai mercati privati sono molteplici ma necessitano anche di adeguare le strutture operative degli stessi investitori o avvalersi di controparti solide, affidabili e che possano accompagnarli in questo percorso. Investire nei mercati privati comporta infatti numerosi oneri aggiuntivi rispetto al tradizionale ricorso ad azioni e obbligazioni, costringendo le diverse realtà a prendere decisioni che poggiano su analisi e valutazione più complesse. Si tratta di

opzioni adatte solo a portafogli articolati e per la parte che non si liquiderà nel breve termine, **caratteristica che ben si concilia con l'orizzonte di lungo periodo degli investitori previdenziali** i quali, tipicamente, mantengono i propri investimenti fino a scadenza. Inoltre, il trend di espansione del mercato azionario, che ogni anno viene dato per concluso ma che da circa un decennio circa smentisce le previsioni, ha trainato le *performance* in una stagione in cui la componente a reddito fisso ha prodotto scarsi risultati. Ne consegue che la ricerca di rendimento rischia di essere concentrata esclusivamente sull'*equity*. Per questo, **inserire investimenti alternativi nei portafogli significa anche tutelarsi dalla possibile inversione del ciclo del mercato azionario.**

Ecco dunque che non si potrà fare a meno di ampliare il proprio spettro di attività verso il mondo dei *private market*. Vista la crescente dimensione dell'attività dei diversi fondi di investimento alternativi, è bene ricordare che, proprio per la particolarità e specificità nell'individuare le aziende *target* in cui investire, i vari fondi presentano una dispersione considerevole nelle *performance*: a fronte di rendimenti consistenti, investitori prudenti come fondi pensione, Casse di Previdenza, Fondazioni di origine Bancaria e Compagnie di Assicurazione hanno l'importante onere di individuare quelle realtà che riescano a conseguire risultati buoni e soprattutto costanti nel tempo.

È per questo che le modalità di offerta, le strategie di investimento dei diversi fondi, le regole che disciplinano l'attività del gestore sono elementi che andranno affinati. Gli investitori previdenziali di lungo periodo sono infatti sempre più convinti della necessità di investire attraverso i mercati privati ma non "a ogni costo". Le recenti esperienze raccontano di quanto possa fare la differenza riuscire a individuare la soluzione di investimento più adatta alle caratteristiche ed esigenze del singolo investitore. **Proporre soluzioni standardizzate**, per quanto profittevoli possano essere, **non sembra rispettare l'appetito degli investitori.** La direttrice tracciata è quella di tendere verso prodotti sempre più specifici e specializzati ma soprattutto *customizzabili* sulle caratteristiche e sulle esigenze dello specifico investitore.

La domanda che a questo punto più di tutte è utile porsi è: *a quando il definitivo decollo anche in Italia?* La risposta non può che affondare le sue premesse nelle diverse variabili passate in rassegna. **Gli investitori istituzionali sembrano aver ormai superato le difficoltà operative che frenavano l'utilizzo di investimenti alternativi.** L'evidenza restituisce infatti due prassi consolidate che differenziano proprio le modalità di investimento dei diversi investitori: per le Casse di Previdenza e le Fondazioni di origine Bancaria si è delineata negli anni una tendenza a investire attraverso il *commitment* diretto nei vari fondi alternativi; per i fondi in particolare negoziali, per diversi motivi, il co-investimento e il mandato di gestione con la selezione di GEFIA sembra essere la strada maestra. **Dal lato opposto, è necessaria una maggiore informazione e sensibilizzazione in particolare sulle opportunità che la finanza alternativa può fornire alle PMI** senza dimenticare le opportunità di portarle a quotazione sui mercati. La tradizione imprenditoriale italiana, fatta spesso di illuminati personaggi che hanno creato vere e proprie eccellenze, ha bisogno di aprire la propria visione alle diverse soluzioni di finanziamento esterno. Il passaggio generazionale potrebbe giocare su questo aspetto un ruolo fondamentale. Nel mezzo poi gli *asset manager* e gli stessi fondi alternativi dovranno non solo continuare nella loro attività di ricerca e selezione delle migliori soluzioni di investimento, ma anche aumentare il dialogo con gli investitori.

Comprendere maggiormente una normativa non sempre lineare, i limiti operativi e di investimento imposti sono solo i primi tasselli per poter offrire prodotti effettivamente adeguati alle specificità degli investitori istituzionali.

4. Guardare al passato per costruire il futuro

I rendimenti passati non sono garanzia di quelli futuri. **Osservare quanto accaduto in passato può però essere il giusto modo per capire quale direzione prendere e dove migliorare:** un approccio che va esteso anche alle politiche di investimento sulle cui lavoreranno gli investitori istituzionali a proposito dell'utilizzo di strumenti di finanza alternativa e di supporto all'economia reale domestica.

Può allora valer la pena richiamare in chiusura quanto fino a ora, nelle diverse forme, è già stato fatto dai diversi attori istituzionali, per poi rivolgere appunto lo sguardo a presente e futuro.

Co-investimenti

Sotto questa modalità di investimento possono essere ricondotte soprattutto le iniziative talvolta definite "di sistema" che hanno visto protagonisti in particolar modo Fondazioni di origine Bancaria e fondi pensione negoziali. Per le prime, soprattutto nell'ultimo biennio, si è consolidato un sempre più frequente ricorso a nuove soluzioni offerte dal mercato anche attraverso piattaforme e comparti dedicati. Si tratta tipicamente di veicoli in forma di fondi o sub-fondi SICAV UCITS ma più spesso di SIF, qualificati come fondi alternativi, contenitori indipendenti e con obiettivi di investimento cui far confluire parte o tutto il portafoglio finanziario non investito negli investimenti strategici (conferitaria, CDP, azioni italiane) o gli investimenti in fondi chiusi specializzati. Sono già molte le piattaforme operative in Italia così come sono già molte le Fondazioni che ne fanno uso. Allo stesso modo per i fondi pensione negoziali, oltre alle esperienze individuali, si osserva la tendenza ad approcciare questi investimenti in forma aggregata attraverso progetti dedicati come i già citati "Progetto Iride" e "Progetto Economia Reale". Seppur con specificità e caratteristiche differenti, anche le Casse di Previdenza e le Compagnie di Assicurazione annoverano nel più ampio spettro di investimento nel mercato privato progetti di coinvestimenti tra più soggetti, come ad esempio il fondo di investimento in infrastrutture italiane lanciato da ANIA¹⁰.

Strumenti alternativi

Ciò che è ormai chiaro è che a prescindere dalle differenti modalità con cui si approccia l'investimento nei mercati privati, **la congiuntura finanziaria e macroeconomica non consente di rimandare oltre l'avvicinamento degli investitori istituzionali** al *private equity*, così come a *private debt* e infrastrutture. Ma non solo. In un periodo come quello attuale, tra la coda della crisi pandemica e l'infinita stagione dei tassi negativi, ci sono nuove prospettive che gli stessi fondi e gli *asset manager* dovranno tenere in considerazione nel formulare le loro proposte al mercato, considerando anche le ingenti risorse europee di cui beneficerà l'Italia. Il focus sarà in gran parte sulle infrastrutture *green* con grandi possibilità di investimento nei più svariati ambiti, dalla riqualificazione energetica alla *smart mobility*, passando per le energie rinnovabili fino ad arrivare a tutti quegli investimenti tematici che ben si sposano con l'attività dei mercati privati.

¹⁰ <https://www.ania.it/documents/35135/205342/Nasce+il+fondo+ANIA+per+le+infrastrutture+in+Italia.pdf/16104d5f-ef6b-232b-779b-d28b8871eeb9?t=1582134477699>

È bene allora che anche il legislativo non solo ne incentivi l'operato ma che **semplifichi anche il quadro normativo** sottostante, soprattutto per enti che erogano trattamenti pensionistici obbligatori, integrativi o sono diretti sostenitori dei territori di riferimento. Per progredire sulla strada tracciata, è necessario allora **un vero e stabile terreno di confronto tra gli investitori istituzionali e il governo**: istituire commissioni permanenti, tavoli di lavoro e di confronto potrebbe essere la soluzione per arrivare a un percorso comune che tenga in concreta considerazione le esigenze di investimento degli investitori. Ricordando che se da un lato l'attività nei *private market* effettivamente ben si sposa con il profilo di investitori pazienti e di lungo periodo, è necessario dall'altra parte che la loro natura non speculativa sia costantemente tutelata, anche e soprattutto nel rispetto dei rispettivi aderenti.