

Debito privato, infrastrutture e private equity tematico per affrontare lo scenario attuale

Gli asset manager intervistati da MondoInvestor si dicono ottimisti e mettono in evidenza le opportunità nel contesto attuale di volatilità dei mercati

di Valerio Magni

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

LA DIMENSIONE DEI FONDI DI PRIVATE MARKET

Tipologia	Patrimonio (mln di Usd)
Private equity	6.878,1
Real estate	1.330,5
Infrastrutture	951,3
Private debt	1.221,3
Risorse naturali	209,7

Fonte: Preqin. Dati aggiornati a fine 2021.

La congiuntura economica che stiamo vivendo, guidata da fattori geopolitici, dalle conseguenze della pandemia e dalle scelte determinanti di politica monetaria, sta avendo un'influenza sui mercati che stanno vivendo periodi di volatilità, con riprezzamenti sui mercati azionari e obbligazionari. Tutto questo ha ovviamente anche un impatto sui mercati privati, rendendo più vantaggiosi alcuni asset piuttosto che altri. Tra questi, in particolare, gli esperti consultati da MondoInvestor, citano le infrastrutture, il debito privato e il private equity con un approccio tematico. **Eugenio de Blasio**, Founder e CEO di Green Arrow Capital, **Luca Giorgi**, direttore commerciale iShares and Wealth di BlackRock Italia, **José Luis González Pastor**, Managing Director, Neuberger Berman, **Enrico Pinelli** e **Raniero Proietti**, rispettivamente, Member of Management, Client Solutions Europe e Head of Client Solutions Southern Europe di Partners Group, condividono inoltre un ottimismo sulle prospettive dei private market, che vedranno proseguire la loro crescita anche nei prossimi anni, ricordando oltretutto che nei momenti di difficoltà dei mercati pubblici, gli asset privati hanno saputo distinguersi.

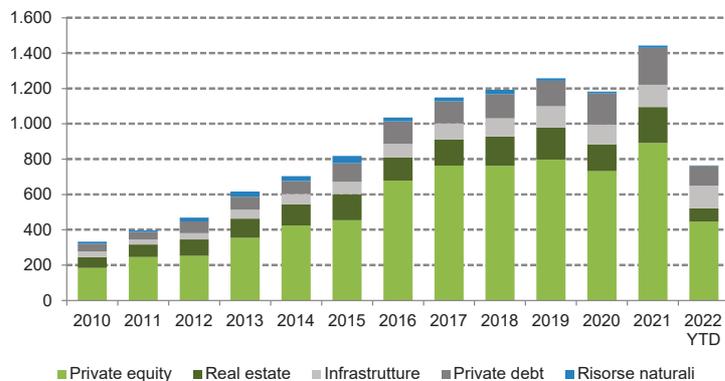
I mercati pubblici, azionari e obbligazionari, stanno scontando il rialzo dell'inflazione, dei tassi, i timori di recessione e il conflitto in corso in Ucraina. Quali sono i riflessi di questo quadro macroeconomico e geopolitico sui mercati privati sui quali siete specializzati?

Giorgi: Viviamo certamente una situazione di mercato più difficile rispetto agli ultimi anni, e questo vale non solo per alcune asset class private, ma anche per gli asset pubblici. Crediamo ad ogni

modo che gli asset privati abbiano un ruolo importante da svolgere all'interno dei portafogli strategici, anche in uno scenario come quello attuale. La chiave si trova nella scelta del gestore e nella selettività. In particolare, in un contesto caratterizzato da un aumento dei tassi, appaiono favorite solo alcune asset class, come il credito privato, che eroga prestiti a piccole e medie imprese, ed incorpora tassi variabili nell'underwriting dei prestiti. Un'altra asset che beneficia di tale contesto è rappresentata dalle infrastrutture, che hanno la capacità di trasferire l'aumento dei prezzi ai loro clienti, aspetto fondamentale in un contesto di inflazione persistentemente elevata.

De Blasio: L'aumento dei prezzi delle materie prime e dell'energia ha influito in modo importante sulla redditività delle imprese, generando maggiore pressione sui margini e difficoltà nel sostenere una struttura dei costi disallineata con i piani industriali. Va sottolineato che la crescita del costo dell'energia è condizionata anche dalla crescente domanda post lockdown di beni e servizi e soprattutto di gas, a fronte di una riduzione delle forniture dalla Russia a partire da gennaio 2022. Tuttavia, le asset class di nostro interesse si sono rivelate resilienti agli shock esogeni di questi ultimi anni. Per quanto riguarda i nostri fondi di clean energy & infrastructure, non solo hanno la caratteristica di essere decorrelati dall'andamento dei mercati ma investono in infrastrutture energetiche rinnovabili, quindi un settore strategico per il Paese, che sta accelerando il processo verso la transizione ecologica e il raggiungimento dell'indipendenza energetica. Anche le altre asset class su cui **Green Arrow Capital** investe si sono dimostrate strategiche. Per quanto riguarda il private equity, il nostro fondo **Green Arrow Private Equity**

LA RACCOLTA ANNO PER ANNO DEI FONDI DI PRIVATE MARKET



Dati in milioni di Usd aggiornati a giugno 2022. Fonte: Preqin

grafico 1

3 ha in portafoglio aziende che non sono esposte nelle zone coinvolte dal conflitto tra Russia e Ucraina, mentre quelle energivore hanno implementato una politica di efficientamento energetico applicando soluzioni alternative come le rinnovabili. Ciò vale anche per i nostri fondi **Green Arrow Private Debt 1**, il cui portafoglio ha un'esposizione di fatturato limitata nelle zone del conflitto, e **Microfinanza 1**, che per sua natura non ha un focus geografico specifico ma investe a livello globale, quindi è stato solo parzialmente coinvolto dai recenti accadimenti. Infatti, oltre il 90% dei suoi investimenti sono al di fuori dei Paesi coinvolti nel conflitto.

González Pastor: Nonostante la pressione inflazionistica, il rischio derivante dal potenziale aumento dei tassi di interesse e i timori di una recessione, l'attività nel settore del private equity resta robusta. Il private equity presenta una serie di vantaggi strutturali che riteniamo possano essere dei veri fattori di differenziazione in un mercato come quello attuale:

- in primo luogo, nel private equity si effettuano investimenti seguendo una rigorosa due diligence all'ingresso, sulla base di informazioni di mercato e finanziarie molto dettagliate grazie ad un accesso privilegiato al management; il che consente di comprendere con chiarezza quali sono le aree di miglioramento e crescita;
- chi investe in private equity ha la possi-

bilità di scegliere la tempistica migliore d'entrata lungo un arco di 3/5 anni e non ha la pressione di restare "investito" come chi opera sui mercati quotati;

- c'è spesso il controllo delle società in cui si investe, o almeno un'influenza significativa su di esse;

- il private equity ha obiettivi a lungo termine e non deve gestire le aziende in base a requisiti di redditività trimestrali;
- è molto importante che il fondo di private equity apporti un significativo valore aggiunto operativo e di competenze;
- infine, c'è la possibilità di scegliere pazientemente i tempi di uscita, mirando a vendere da posizioni di forza e non di debolezza.

I risultati e i rendimenti che questo modello ha prodotto nel tempo hanno portato a un crescente interesse degli investitori e a un rapido sviluppo di questa asset class. Per investire in mercati volatili, le conoscenze e le competenze specialistiche in singoli settori industriali diventano ancora più importanti. Ovviamente, non bisogna mai scordarsi che in qualsiasi congiuntura resta fondamentale saper costruire un portafoglio diversificato e con un profilo di rischio prudente ed equilibrato.

Pinelli/Proietti: Il momento di incertezza attuale ha avuto l'effetto di rallentare l'attività di M&A nel corso del primo semestre e di rendere più selettive le nuove emissioni sul mercato del credito. I gestori di private equity stanno aggiornando le valutazioni dei propri asset e implementando iniziative ad hoc, mirate a difendere i margini operativi delle aziende partecipate. Si tratta certamente di un contesto di mercato caratterizzato da incertezza ed elevata volatilità; ciò nonostante, le aziende partecipate dai fondi di private equity si presentano all'appuntamento, in termini generali, con elevati livelli medi di disponibilità liquide e buone marginalità operative. A nostro avviso, per superare il periodo attuale con successo, la strategia vincente continua ad essere rappresentata dall'identificazione dei settori a maggior crescita attraverso il cd. "sourcing tematico" e da un approccio industriale orientato alla creazione di valore operativo. L'elevato dry powder presente oggi nel settore offre inoltre una significativa

opportunità d'ingresso a valutazioni mediamente più interessanti rispetto a quelle degli ultimi anni. È vero dunque che i gestori di private market saranno chiamati a rispondere ad un contesto sfidante nei prossimi trimestri, ma è bene ricordare che è proprio in questi momenti che, statisticamente, i private market hanno dimostrato di saper sovraperformare i mercati quotati in misura superiore rispetto alla media storica, grazie alla possibilità di lavorare in azienda con un orizzonte di medio lungo termine e, di conseguenza, essere in grado di creare vero alpha.

Quali asset in particolare vedete come favoriti nell'attuale contesto?

de Blasio: Certamente in questo momento gli investimenti in energie rinnovabili e infrastrutture energetiche sono vantaggiosi, perché intersecano le esigenze del Paese a rendersi energeticamente indipendente non solo dalla Russia, ma da tutti gli altri produttori di idrocarburi. **Green Arrow** ha già investito in Italia 1 miliardo di euro, siamo presenti con impianti di produzione di rinnovabili in oltre 100 comuni. Ed è in questa direzione che continueranno a convergere gli investimenti, sia pubblici che privati, in Italia come all'estero. Insieme a questa asset class, crediamo che anche il private debt sia una strategia efficace per supportare la crescita delle nostre imprese.

González Pastor: Per quanto riguarda i nostri investimenti diretti, guardiamo ai seguenti trend di lungo periodo: 1) digitalizzazione: riteniamo che queste aziende siano interessanti poiché spesso presentano dei business scalabili, ricorrenti, prevedibili e redditizi. Forniscono inoltre servizi di primaria importanza per i propri clienti e hanno un potere di determinazione dei prezzi; 2) automazione: le società impegnate nell'automazione dei processi e dei servizi industriali contribuiscono alla riduzione della dipendenza dal lavoro manuale nonché all'aumento dell'efficienza e della produttività; 3) sicurezza: con l'aumento delle tensioni geopolitiche, sono aumentate anche le minacce alla sicurezza. E con minacce informatiche in aumento, sia in termini di frequenza che di sofisticatezza, Governi, aziende e comunità necessitano

di difese potenziate; 4) soluzioni climatiche e transizione energetica: la pandemia, gli eventi meteorologici estremi e altri incidenti climatici hanno messo in luce le fragilità della nostra società. Questo richiederà ingenti investimenti, tra gli altri, in soluzioni di elettrificazione ed energia rinnovabile; 5) salute e benessere: con l'invecchiamento demografico, i sistemi sanitari sono sempre più sotto pressione; allo stesso tempo i consumatori diventano più consapevoli e attenti alla salute. Stiamo assistendo a trend che favoriscono l'innovazione in questo settore (come biofarmaci, uso dell'intelligenza artificiale, sviluppi come l'mRna). C'è inoltre una maggiore attenzione alla diagnostica, alle cure preventive e crescono l'adozione di dispositivi indossabili nonché l'uso della telemedicina; 6) riconfigurazione delle catene di approvvigionamento: la globalizzazione è sotto pressione. Ci aspettiamo che molti settori ricollocheranno le attività produttive vicino ai mercati di vendita e vedranno investimenti significativi nella logistica e nell'efficienza della supply chain; 7) mercati del lavoro in evoluzione: i sussidi del governo e la crescita dei mercati immobiliari e azionari negli ultimi due anni hanno fornito un senso di sicurezza a molte persone che hanno lasciato il lavoro. Con la forte correzione dei mercati azionari, alcuni potrebbero riconsiderare questa scelta e rientrare nel mercato del lavoro. Molti di quelli che tornano hanno bisogno di essere nuovamente formati e preparati per le nuove mansioni di questo decennio; 8) ascesa dei millennial a livello globale: stiamo assistendo all'ascesa di una nuova categoria di consumatori, i millennial globali, che pensano, si comportano e spendono in modo diverso.

Pinelli/Proietti: Il private debt/direct lending è forse l'asset class maggiormente avvantaggiata ad oggi: il contesto attuale vede infatti il credito bancario in significativo ridimensionamento e, al contempo, l'aumento dei tassi ha l'effetto di incrementare il rendimento dei prestiti (trattandosi di strumenti a tasso variabile). Gli spread delle transazioni di credito concluse nelle ultime settimane dal nostro team di private debt hanno visto un aumento medio di circa 50/100

bps. Tutto ciò, a fronte di maggiori garanzie e strumenti di tutela, come i covenant, che fino a pochi mesi fa non erano scontati e che, viceversa, sono oggi più facilmente ottenibili dagli sponsor, a fronte del mutuato contesto di mercato. Riteniamo che anche le infrastrutture siano una asset class da favorire nell'attuale contesto, stante le caratteristiche intrinseche maggiormente difensive e in buona parte inflation hedged. Tali investimenti rispondono infatti ad esigenze di lungo periodo come, a titolo di esempio, la necessità di fonti energetiche alternative, l'efficientamento della gestione delle infrastrutture energetiche, idriche o dei trasporti, piuttosto che la crescente richiesta di connettività di rete. Il derisking di tali asset tramite la previsione di ricavi legati all'inflazione e/o di passività finanziarie a tasso fisso rappresenta un ulteriore elemento di favore nell'attuale contesto. Con riferimento al private equity, come anticipato in precedenza, la nostra ricetta rimane pressoché invariata. Tanto lavoro è indirizzato al sourcing tematico e all'individuazione di nicchie di business specifiche caratterizzate da tassi di crescita superiori alla media di mercato e ad aziende con buoni posizionamenti competitivi (in grado, per esempio, di traslare l'attuale aumento dei costi di produzione sul listino prezzi). Una volta acquisita la società, l'implementazione di una governance dedicata, competente e fortemente incentivata, unita a un approccio operativo ed industriale al business plan, rappresentano a nostro avviso la chiave per continuare a garantire rendimenti sostenibili ed un impatto positivo per tutti gli stakeholder, a prescindere da eventuali movimenti avversi dei mercati quotati.

La spinta verso gli investimenti socialmente responsabili tocca anche i private market, sia da un punto di vista più generico di integrazione dei fattori ESG nei processi di selezione degli asset in cui investire, sia dal punto di vista di una ricerca di investimenti tematici focalizzati sulla sostenibilità. Qual è il vostro approccio alla sostenibilità nei private market e su quali aspetti vi state concentrando oggi in questo ambito?

Giorgi: In BlackRock il tema della sostenibilità è uno dei pilastri del nostro modus operandi ed è parte integrante di tutto ciò che facciamo, dalla gestione del rischio alla generazione di alpha, alla costruzione di portafoglio e all'investment stewardship. Il nostro approccio alla sostenibilità impatta anche la nostra piattaforma di investimenti alternativi, dove abbiamo lanciato strategie che investono nei mercati privati con un taglio sostenibile. Alla base c'è la forte convinzione che integrare la sostenibilità nei processi di investimento possa aiutare gli investitori a costruire portafogli più resilienti e raggiungere migliori rendimenti per gli investitori e al contempo avere un impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Per permettere ai nostri investitori di avere un quadro dettagliato di ciò che facciamo sul fronte dell'integrazione ESG, abbiamo poi sviluppato reportistiche specifiche per le nostre strategie sostenibili, che consentono ai nostri clienti di monitorare, su base regolare, i progressi fatti dalle portfolio companies in cui abbiamo investito nell'ambito della sostenibilità. Riteniamo che gli investimenti alternativi siano un mezzo molto efficace per promuovere gli obiettivi di sostenibilità dei nostri clienti e, allo stesso tempo, offrire rendimenti attraenti agli investitori. Le caratteristiche che identificano gli investimenti alternativi, quali la proprietà diretta, la gestione attiva, gli orizzonti temporali più ampi, facilitano il perseguimento degli obiettivi ESG e la creazione di valore per gli investitori, migliorando al contempo il profilo ESG dell'asset.

de Blasio: Il tema della sostenibilità ambientale è parte del Dna di Green Arrow Capital, ma altrettanto importanti sono gli aspetti sociali e di governance. Infatti la nostra holding di Gruppo è una benefit company che ha l'obiettivo di raggiungere la carbon neutrality entro il 2028. In quanto pionieri in Italia e fra i più grandi player attivi in Europa nel settore delle rinnovabili, la sostenibilità ha un approccio endemico per il nostro Gruppo. Non a caso il nostro fondo Infrastrutture per il Futuro, lanciato nel 2020, è stato il primo fondo classificato come articolo 9 del Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR); anche gli altri

fondi attualmente in raccolta sono classificati come articolo 8 SFDR, fra cui il nostro nuovo fondo Private Debt 2, che ha ottenuto inoltre la prima certificazione con rating massimo rilasciata da Nummus.Info relativamente ai fondi alternativi. Il nostro approccio alla sostenibilità ci permette di supportare tutti i 17 obiettivi SDG e questo è un raggiungimento di cui andiamo molto fieri e che è stato possibile realizzare applicando un approccio complementare tra le nostre attività dirette, vale a dire gli investimenti dei nostri fondi, e attività indirette, ovvero supportando progetti sostenibili, fra cui Rare Diseases International (RDI) a sostegno delle persone affette da malattie rare e delle loro famiglie e Green Future Project per finanziare la riforestazione.

González Pastor: Neuberger Berman integra i criteri ESG nei processi d'investimento in tutte le nostre asset class e offre un'ampia gamma di soluzioni allineate agli interessi dei propri clienti. Al 31 dicembre 2021, le strategie di investimento che integrano in modo dimostrabile i fattori ESG rappresentavano circa l'86% del patrimonio in gestione. Negli investimenti di private market, il nostro approccio all'impact investing si concentra sull'individuazione di società che si trovano all'intersezione di macro trend globali e che presentano non solo un elevato margine di crescita, ma anche un notevole potenziale di impatto sociale e ambientale. Abbiamo riclassificato i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile definiti dall'Organizzazione delle Nazioni Unite (SDGs) in temi d'impatto e abbiamo mappato i sotto obiettivi e gli indicatori di questi modelli di business e temi che riteniamo investibili.

Pinelli/Proietti: La sostenibilità rappresenta un aspetto fondamentale nella scelta e nella gestione dei nostri investimenti già da molti anni. Siamo stati infatti tra i primi gestori nei private market a sottoscrivere i principi UN PRI nel 2008 e siamo orgogliosi di continuare a ottenere il massimo rating ormai da sei anni a questa parte. Nel 2016 abbiamo sviluppato un tool proprietario di ESG due diligence basato su definizioni internazionali (SASB) che consentono di definire parametri concreti di sostenibilità di

un investimento in fase di selezione. Nel 2018 abbiamo lanciato una strategia d'investimento avente la duplice missione di ottenere rendimenti finanziari congrui all'asset class e, al tempo stesso, di contribuire in maniera concreta e tangibile ai Sustainable Development Goals delle Nazioni Unite (attraverso un modello proprietario di misurazione del raggiungimento di tali obiettivi). Proprio in queste settimane stiamo lanciando la raccolta del secondo vintage di tale programma di investimento e stiamo implementando diverse iniziative orientate alla riduzione delle emissioni e al miglioramento del profilo di sostenibilità dei nostri investimenti. In ambito infrastrutturale, la decarbonizzazione rappresenta inevitabilmente uno dei principali temi di investimento nell'attuale contesto mentre, guardando al private debt, attenzioniamo con favore la crescente opportunità di inserire ESG margin ratchets all'interno della documentazione contrattuale dei finanziamenti.

Gli investitori hanno dedicato molte risorse negli ultimi anni ai mercati privati e dall'altro lato i general partner hanno sempre più alzato l'asticella dei propri obiettivi di raccolta. Il trend di crescita che è stato registrato negli ultimi anni è sostenibile anche nei prossimi anni?

Giorgi: Negli ultimi anni abbiamo assistito a una crescita esponenziale dei mercati privati. Se guardiamo all'inizio del 2000, le masse investite negli alternativi erano all'incirca pari 1.000 miliardi di dollari, mentre oggi si attestano ben al di sopra, a 15.000 miliardi di dollari. Un trend strutturale destinato a caratterizzare anche i prossimi anni, dato il ruolo strategico svolto dai mercati privati per i portafogli degli investitori. Secondo una ricerca effettuata da Preqin, entro il 2026 si raggiungeranno i 23.000 miliardi di dollari di asset a livello globale. Vista la natura dei mercati privati, tradizionalmente, questa tipologia di investimento era appannaggio degli investitori istituzionali, quali fondi pensione e assicurazioni, ma negli ultimi anni diverse giurisdizioni stanno iniziando a permettere una maggiore partecipazione degli investitori individuali nei mercati privati,

allentando i requisiti di ammissibilità attraverso la creazione di nuovi veicoli di investimento dedicati alla clientela retail. Questo approccio sta aumentando la fiducia dei distributori nei confronti degli investimenti alternativi. In Europa questo trend si è manifestato con l'introduzione del regime European Long Term Investment Fund (ELTIF) che permette agli investitori retail di accedere a strategie illiquide e al contempo di contribuire all'economia Europea, dove noi siamo stati i pionieri lanciando, nel 2019, il primo ELTIF e stiamo continuando a espandere la nostra offerta.

de Blasio: La ripresa economica successiva allo shock causato dall'emergenza sanitaria del 2020 e il PNRR hanno portato a un rilancio dell'attività da parte dei private market nel nostro Paese, che si confermano essere una soluzione affidabile per gli investitori garantendo contemporaneamente diversificazione, bassa volatilità e maggior copertura del capitale dagli effetti dell'inflazione. Dato il critico contesto geopolitico attuale e la recrudescenza pandemica in atto, non è semplice fare previsioni, ma basandoci sulla resilienza agli shock esogeni dei private market dimostrata in questi ultimi anni noi restiamo ottimisti che il trend positivo continui anche in futuro.

González Pastor: Guardando al 2022, rimaniamo cautamente ottimisti sul fatto che il private equity continuerà a offrire interessanti opportunità di investimento in tempi di incertezza del mercato. In termini di raccolta, prevediamo che il 2022 continuerà a seguire il trend positivo registrato nel 2021, come provano i flussi già registrati nel 1° trimestre di quest'anno. Nonostante questi dati, rimaniamo ottimisti sul fatto che il mercato del private equity continuerà a offrire interessanti opportunità di investimento con un profilo rischio/rendimento bilanciato rispetto al periodo di incertezza che stiamo vivendo sul mercato. Il segmento degli investitori retail e degli high net worth individual è stato finora poco penetrato dal private equity e probabilmente rappresenterà un significativo bacino di crescita in termini di raccolta di nuovi capitali. Per il 2022 stimiamo un elevato numero di nuovi fondi sul mercato e un forte impulso alla rac-

colta di capitali, in quanto alcuni dei principali operatori di private equity stanno pianificando aumenti di capitale che dovrebbero portare a fondi di dimensioni record e a livelli senza precedenti di capitale investibile, il che richiede più che mai agli investitori concentrazione e disciplina negli investimenti per l'anno a venire.

Pinelli/Proietti: Dal nostro punto di vista, la risposta è assolutamente positiva. È nostra convinzione infatti che i mercati privati e quelli quotati si siano oramai scambiati di ruolo. Se è vero che in passato (negli anni 80) la Borsa rappresentava l'economia reale ed era effettivamente una leva di sviluppo utilizzate dalle società per crescere (a differenza dei private market, i quali si limitavano essenzialmente ad operazioni di leveraged buyout di tipo opportunistico su aziende riconoscibili e con leve finanziarie significative), oggi i ruoli si sono invertiti: a livello globale le quotazioni in borsa sono ormai spesso rappresentate da aziende non profittevoli e con un focus importante sul settore tecnologico; si tratta di società il cui andamento è largamente influenzato da movimenti speculativi, in minima parte legati ai fondamentali. Viceversa, l'economia reale sta accogliendo in maniera sempre più significativa i gestori di private market come investitore alla ricerca di aziende che operano in settori manifatturieri e infrastrutturali essenziali, come per esempio l'agricoltura, l'infrastruttura idrica, il packaging, l'automazione industriale e la chimica. Tali settori saranno fondamentali nell'economia futura e costituiscono aree preferenziali d'investimento per gli investitori istituzionali orientati all'ottenimento di solide performance e, al contempo, alla creazione di un impatto positivo per tutta la nostra società. Riteniamo dunque che la domanda di private market sia di tipo strutturale. D'altra parte, riscontriamo che le allocazioni di tutti i nostri clienti istituzionali a queste asset class risultano in sensibile aumento in tutte le geografie, così come per il mondo del private wealth. Per tali ragioni, la stima è che i private market siano destinati a diventare una industria di circa 30 trilioni di dollari entro il 2030 (rispetto agli attuali 10 trilioni circa).