

Nel private equity è tempo di sfruttare nicchie di mercato e temi decorrelati

Anche nel 2019 gli investitori hanno continuato a puntare sui fondi specializzati in aziende non quotate, che potranno essere cruciali nel supporto all'economia reale

di Valerio Magni

IL FUNDRAISING DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY NEL 2019

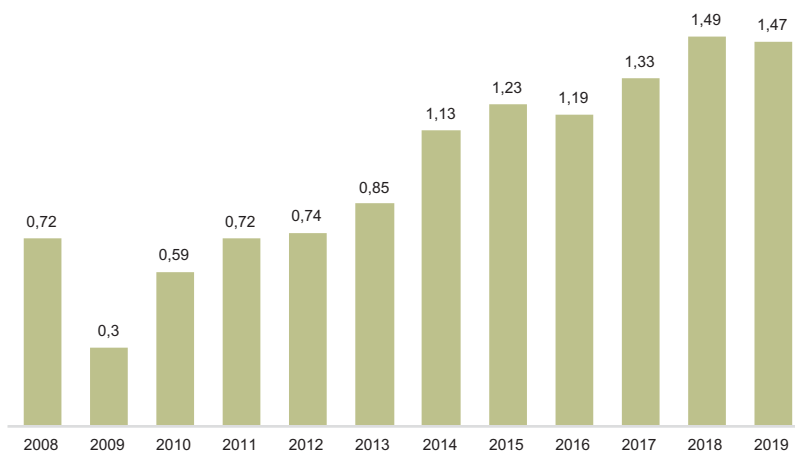
	Fundraising	Variazione 2018/2019
Nord America	350	9,4
Europa	99	0,6
Asia	94	-27,3
Resto del mondo	12	-5,9
Totale	555	-23,2

Dati in miliardi di dollari. Fonte: Preqin.

Oltre 555 miliardi di dollari sono confluiti nel private equity nel corso del 2019, consolidando la posizione dominante di questo segmento all'interno dei private market più in generale. La parte del leone continuano a farla gli Stati Uniti (350 miliardi di dollari), seguiti dall'Europa (99 miliardi) e dall'Asia (94 miliardi, *vedi tabella a spalla*), così come resta rilevante la quota dei mega fondi (con risorse oltre i 5 miliardi di dollari) sul totale della raccolta: oltre il 50% (dati di Preqin). Gli investitori hanno puntato sul private equity anche per la sovraperformance di questi prodotti rispetto ai mercati pubblici. Secondo i dati di Cambridge Associates e Burgiss, rielaborati da McKinsey nel suo Global Private Markets Review 2020, i fondi di private equity con *vintage year* dal 2009 al 2016 hanno registrato performance superiori alle azioni quotate in quello che è stato uno dei più lunghi *bull market* della storia. Al contempo, il volume dei *deal* del 2019 è stato in linea con quello dell'anno precedente (*vedi grafico 1 pag. 19*), mentre il numero delle transazioni è sceso. "Il 2019 è stato un anno ambivalente", osservano **Enrico Pinelli**, Member of Management, Client Solutions Europe e **Raniero Proietti**, Head of Client Solutions Southern Europe di Partners Group. "Il primo semestre è stato infatti caratterizzato da un significativo livello di incertezza, derivante dall'elevata volatilità riscontrata sui mercati quotati a fine 2018. Tale incertezza ha generato un *gap* nelle aspettative di prezzo tra acquirenti e venditori e ha portato ad una riduzione complessiva del volume delle transazioni pari al 30% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Successivamente, i volumi di mercato del *private equity*

hanno ripreso un trend di crescita in linea con gli anni precedenti, con valutazioni che si sono mantenute su livelli elevati (multipli Ev/Ebitda nelle operazioni di *leveraged buyout* mediamente pari a 10x/12x) a causa del significativo *dry powder* e della crescente competizione. In tale contesto", proseguono Pinelli e Proietti, "Partners Group ha ritenuto opportuno orientare il proprio focus d'investimento verso specifiche nicchie di mercato caratterizzate da trend di crescita strutturale di lungo periodo. Un esempio è rappresentato dal segmento della fisioterapia, che riteniamo possa offrire opportunità interessanti di creazione di valore da qui ai prossimi anni. Negli Stati Uniti, in particolare, si stima che solo il 15% delle persone che necessitano di cure fisioterapiche stia effettivamente usufruendo di tali servizi che, peraltro, risultano essere ben più economici rispetto ai trattamenti medici ed eventuali operazioni chirurgiche aventi finalità equivalenti. Un altro esempio è costituito dal segmento delle cliniche veterinarie: un mercato caratterizzato da un elevato livello di frammentazione e che continua a presentare, ormai da molti anni, una domanda stabile ed estremamente resiliente. Gli investimenti in aziende in grado di beneficiare del progressivo trend di consolidamento in atto in tale settore rappresentano dunque, a nostro avviso, un'interessante opportunità di acquisto", spiegano Pinelli e Proietti. "Il 2019 è stato per noi operatori di private equity un anno indubbiamente positivo, sia nel nostro Paese che a livello internazionale", aggiunge poi **Walter Ricciotti**, Ceo di Quadrivio Group. "I fondi di private equity", continua Ricciotti, "sono stati in grado di attrarre capitali e di effettuare un numero significativo di

IL VOLUME DEI DEAL EFFETTUATI DAI FONDI DI PRIVATE EQUITY



Dati in migliaia di miliardi di dollari. Fonte: Pitchbook

grafico 1

operazioni, registrando livelli di raccolta incoraggianti, seppure inferiore agli anni record. Un trend che trova riscontro anche nell'analisi dell'undicesimo report annuale Global Private Equity realizzato da Bain & Company e dai recenti dati pubblicati dall'Aifi, che evidenziano come in Italia il settore abbia dato prova di maturità, con 370 operazioni realizzate, ben suddivise tra buy out, expansion e replacement, il numero più alto di sempre". "Il 2019 è stato un anno molto positivo", gli fa eco **Gianandrea Perco**, Amministratore Delegato di DeA Capital Alternative Funds Sgr, "sia in termini di valorizzazione delle partecipate sia in termini di opportunità di investimento soprattutto nelle small e mid cap, nostra riserva di caccia". Ricciotti approfondisce poi l'attività della sua società: "Il 2019 è stato un anno importante anche per Quadrivio Group e per i settori in cui opera, attraverso i suoi fondi tematici Made in Italy Fund e Industry 4.0 Fund, entrambi attivi in aree cruciali del sistema produttivo italiano. Il primo è un veicolo specializzato, creato in partnership con Pambianco, con l'obiettivo di investire nelle eccellenze del Made in Italy: Fashion, Design, Beauty e Food. Lo scorso anno il fondo ha realizzato tre investimenti estremamente significativi", spiega Ricciotti: "Il primo deal è stato Mohd, realtà italiana che vende e distribuisce a livello internazionale arre-

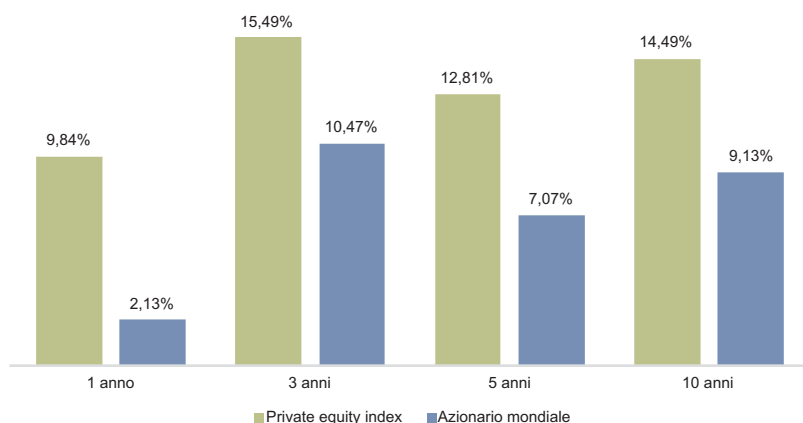
damenti di interni di alta gamma. Altrettanto importanti i successivi investimenti in Prosit e Rougj, rispettivamente attive nel settore vitivinicolo, attraverso un polo di cantine di fascia premium, e nel beauty, con la produzione di cosmetici *haute de gamme* per il canale farmacia. Tre investimenti che fanno seguito alla prima acquisizione, avvenuta nel 2018, di 120% Lino, azienda leader nella produzione di capi in lino. Le varie operazioni ci hanno permesso sino a oggi di investire in realtà importanti, simbolo dell'eccellenza italiana su cui abbiamo, a ragione, deciso di scommettere. Il 2019 è stato un anno significativo anche per il nostro secondo veicolo: Industry 4.0 Fund, nato in collaborazione con Roberto Crapelli e il Prof. Roland Berger. Il Fondo ha come *mission* l'investimento nella digitalizzazione delle Pmi, promuovendone la competitività a livello internazionale. Come confermano sia l'acquisizione di Rotech, produttore di componentistica in plastica per il settore industriale, agricolo e *construction*, che quella di F&DE Group, leader italiano nella ristorazione alberghiera".

Temi e aziende ben selezionati

Come per altri ambiti dei private market, il grande flusso di investimenti degli ultimi anni e la crescita del *dry powder* in mano ai fondi hanno incrementato la

competizione e il prezzo degli asset più in vista. La risposta di operatori come quelli interpellati da MondInvestor va nella direzione di una ricerca di temi e aziende con delle caratteristiche ben precise, evitando i trend di mercato più seguiti. Perco riferisce che le preoccupazioni degli investitori sulle valutazioni degli asset sono "corrette e assolutamente pertinenti, soprattutto al crescere della dimensione delle target. Noi operiamo in uno spazio di mercato dove non sono presenti i fondi di grandi dimensioni e si riesce ancora a portare avanti i cosiddetti *deal* proprietari, i.e. operazioni in cui non si passa attraverso aste di mercato che fanno inevitabilmente alzare il prezzo. Delle sei acquisizioni che hanno fatto i nostri fondi nel 2019 nessuna, infatti, si è concretizzata attraverso un'asta". Ricciotti, dal lato suo, spiega: "Rispondiamo agli investitori analizzando i trend di mercato e investendo in aziende operanti nei settori più promettenti, privilegiando quelle società che per prodotto e/o management dispongono di evidenti vantaggi competitivi. Per quel che riguarda i prezzi degli asset, in questi anni ci siamo abituati a operare in un contesto mondiale complesso, in cui abbiamo cercato di non seguire le tendenze rialziste di prezzi e multipli di mercato, ma piuttosto di prediligere valori di ingresso coerenti e ragionevoli. Riteniamo invece importante premiare maggiormente imprenditori e top management al momento dell'exit del fondo. A tali preoccupazioni si aggiungono oggi quelle legate all'emergenza in corso del coronavirus, che pone grandi incertezze sulla tenuta dell'economia reale nel suo complesso. Riteniamo tuttavia che, superata questa fase di difficoltà, il private equity acquisirà una responsabilità ancora più importante rispetto al passato, interpretando un ruolo strategico e cruciale nel corso di tutta la ripresa. Ci stiamo preparando in questo senso, mettendo a disposizione tutte le competenze e attivando tutte le iniziative necessarie. Siamo comunque certi che le aziende più solide, finanziariamente e organizzativamente, ne usciranno ulteriormente rafforzate, mantenendo e anzi aumentando le proprie quote di mer-

LE PERFORMANCE DEL PRIVATE EQUITY AL CONFRONTO CON IL MERCATO AZIONARIO



Dati aggiornati a settembre 2019. Dati del private equity riferiti a rendimenti "horizon pooled", il rendimento dell'azionario mondiale è riferito all'Msci ACWI lordo total return modificato per confrontare le performance degli investimenti privati alle condizioni dei mercati pubblici, secondo la metodologia pubblicata da Cambridge Associates LLC. Fonte: Cambridge Associates LLC

grafico 2

cato", prevede Ricciotti. Nel contesto di mercato vissuto fino a inizio 2020, aggiungono poi Pinelli e Proietti, "in cui le valutazioni riflettono un prolungato ciclo di crescita economica, vi è certamente un maggior orientamento verso investimenti in aziende con caratteristiche difensive, ovvero di dimensioni medio/grandi, con un profilo finanziario stabile e che operano in settori meno ciclici. Tale orientamento comporta un livello intrinseco di elevata competizione e un conseguente premio in termini di valorizzazione dell'azienda target. Come anticipato, la nostra strategia di originazione delle opportunità si fonda su un approccio che definiamo *thematic sourcing* e che si concretizza nella ricerca di specifiche nicchie di mercato caratterizzate da tassi di crescita strutturalmente superiori rispetto alla media, in un'ottica di medio/lungo periodo (i.e. 5/10 anni). La ricerca di potenziali aziende target attive in tali segmenti è resa possibile attraverso la nostra piattaforma di investimento, particolarmente ramificata ed estesa (oltre 36.000 asset non quotati mappati nel nostro sistema informativo proprietario Primera). La piattaforma e il network di Partners Group (rappresentato da oltre 1.400 professionisti in 20 uffici nel mondo) ci permette quindi di identifi-

care e confrontare centinaia di possibili *target asset* a livello globale e di avviare il processo di *sourcing* e *due diligence* in anticipo rispetto al mercato e a eventuali processi competitivi. Una volta identificate le opportunità più interessanti, l'obiettivo è quello di definire un *business plan* orientato a target misurabili e tangibili e finalizzato alla creazione di valore a livello operativo. Durante il periodo di detenzione dell'investimento, il focus si concentra poi sulla definizione e implementazione di una efficace *governance*. Grande importanza assume la definizione di un consiglio d'amministrazione che abbia una marcata caratterizzazione imprenditoriale, ovvero un'esperienza pregressa significativa nel settore di riferimento e un orientamento strategico allineato con il *management* dell'azienda target, con il quale si possa instaurare un confronto dialettico e costruttivo, orientato al lungo termine. Attraverso questi aspetti, riassumibili in i) un *sourcing* il più possibile proprietario, anticipato e *off market*, ii) l'approccio industriale alla creazione di valore operativo e iii) una *governance* imprenditoriale e orientata al medio/lungo periodo, riteniamo che il tema del prezzo di ingresso e degli attuali (elevati) multipli rivesta un ruolo minoritario nella capacità di generare

rendimenti a favore degli investitori. Il principale *driver* di creazione di valore nell'attuale contesto di mercato rimane, infatti, l'incremento di margine operativo lordo e della capacità di generazione di cassa delle aziende acquisite", concludono il ragionamento Pinelli e Proietti.

Un contesto sfidante

Tenuto conto che l'articolo è stato scritto nelle primissime settimane a cavallo tra le prime manifestazioni del virus Covid19 e l'esplosione della crisi che ha sconvolto l'intera Italia, con impatti economici ancora tutti da chiarire, i segnali di un rallentamento della crescita in Europa erano già in essere dalla fine del 2019. Tanto che Pinelli e Proietti affermano come "un rallentamento economico globale non è da escludere e anzi, guardando al prolungato ciclo di espansione positiva alle nostre spalle è da ritenersi piuttosto probabile nel breve/medio termine. A tal riguardo, possiamo confermare che analizzando i dati in nostro possesso siano già rinvenibili i primi segnali di rallentamento, in particolare con riferimento ai settori più marcatamente industriali e manifatturieri che, in quanto tali, risultano essere tipicamente più esposti al ciclo economico. In questo senso è da mettere in conto che uno scenario recessivo comporterà, molto probabilmente, maggiore volatilità sui mercati finanziari con una conseguente pressione al ribasso sulle valorizzazioni degli asset in portafoglio ai gestori di private equity. Tale circostanza rappresenterà un test importante per l'asset class nel suo complesso: non essendo soggetti alla volatilità di breve termine tipica dei mercati quotati e dal tema dei riscatti, i gestori di private equity avranno la possibilità di continuare a lavorare nelle aziende detenute e a ragionare con i rispettivi *management team* sulle iniziative da intraprendere per affrontare il mutuato contesto di riferimento con l'ottica di proseguire i piani di espansione già individuati e creare valore nel medio/lungo termine. In questo senso, i gestori che negli ultimi anni si sono dimostrati maggiormente selettivi andando a individuare e inve-

stire negli asset più resilienti, con strutture di credito meno aggressive e piani di crescita realistici saranno certamente meglio attrezzati per superare con successo anche la prossima fase di *downturn* e conseguire un sovrarendimento strutturale rispetto ai mercati quotati. Allo stesso tempo, uno scenario di rallentamento economico e conseguente riduzione delle valutazioni porterà a nuove opportunità di investimento in un contesto caratterizzato da condizioni di mercato e dinamiche presumibilmente più favorevoli per gli acquirenti, a evidente beneficio degli investitori che si accingono a entrare nell'asset class del private equity o che hanno in programma di aumentarne il peso nelle rispettive asset allocation nel breve/medio periodo", osservano Pinelli e Proietti.

"Quadrivio Group investe in società non quotate, dunque meno soggette alla volatilità dei mercati finanziari", spiega Ricciotti, "ma soprattutto in aziende di medie/piccole dimensioni, la cui performance in una situazione normale dipenderebbe maggiormente dalla capacità di fare impresa che non dall'andamento macro del settore di appartenenza. Le cose cambiano in presenza di uno shock economico inaspettato, come quello che stiamo vivendo a causa dell'emergenza Covid19. Una situazione che ci impone riflessioni a 360 gradi, come prendere in considerazione un forte impatto dei mercati sugli investimenti fatti, nonché sui *deal* in pipeline. Come detto precedentemente, le aziende organizzativamente e finanziariamente più forti usciranno dalla crisi rafforzate a livello competitivo. Quelle più deboli perderanno invece quote di mercato, divenendo così oggetto di acquisizione da parte delle prime. È prioritario per noi sostenere le partecipate, affiancandole in questa fase così delicata. Cercheremo al contempo di effettuare investimenti in settori con possibilità di recupero più rapida, oltre che in società che possano rappresentare validi *add on* per quelle in portafoglio, magari putando su realtà con un buon Ebitda o con uno squilibrio finanziario colmabile con apporti di capitale contenuti. È verosimile aspettarsi che, a fronte di un crollo iniziale, ci

sarà un rimbalzo importante per l'economia. È dunque importante in qualità di operatori farsi trovare pronti per questa nuova fase, predisponendo tutte le misure e mettendo in campo tutto ciò che è necessario, non solo dal punto di vista finanziario, ma soprattutto con la corretta visione, organizzazione e *know how* dei settori specifici di investimento". Secondo Perco, infine, "l'impatto sarà su multipli e *business plan* di riferimento: ci aspettiamo una revisione al ribasso di entrambi. Il fenomeno sarà in parte mitigato dal continuo importante livello di liquidità presente nel sistema".

Temi decorrelati e innovazione per far fronte alla volatilità

Per trovare opportunità di investimento nel contesto attuale, con il mondo occidentale travolto dal Covid19, ci sono diverse soluzioni, che fanno leva sulla specializzazione di ciascun gestore. Perco afferma infatti che guarderà ai "settori aciclici, stabili, magari con prospettive di crescita non a doppia cifra ma estremamente resilienti, come il mondo agro alimentare e dello sviluppo sostenibile. Sono le due aree tematiche in cui abbiamo sviluppato le nostre competenze e capacità di investimento", spiega Perco. Ricciotti, dal canto suo, osserva che "le migliori opportunità di investimento per Quadrivio Group risiedono, oggi più che mai, in realtà simbolo del nostro Paese, che per vocazione hanno nel loro *Dna know how, expertise* e capacità di produrre innovazione. Riteniamo infatti che, post emergenza Covid19, il Made in Italy avrà un valore ancora più significativo a livello internazionale. In un contesto come quello odierno grandissime opportunità risiedono anche nell'innovazione e nella digitalizzazione delle nostre imprese. Come Quadrivio Group abbiamo sempre creduto da un lato nel grande valore del Made in Italy, dall'altro sulla necessità di far adottare alle nostre imprese una strategia orientata all'Industry 4.0. Siamo convinti che le due cose possano e debbano convivere. Non è un caso se i nostri fondi specializzati sono dedicati a questi due settori. Abbiamo scelto sin da subito di concentrare i nostri investi-

menti su Pmi attive nei settori del Made in Italy attraverso la creazione di un fondo dedicato. Parallelamente, consapevoli delle opportunità legate alla digitalizzazione delle nostre aziende, abbiamo dato vita a Industry 4.0 Fund. Tale veicolo si occupa invece di promuovere redditività e competitività delle Pmi, migliorandone i processi produttivi e automatizzandole, adottando in modo congiunto e simultaneo robotica sensoristica, strategie di programmazione e interconnessione. Nel nostro focus ci sono *l'additive manufacturing, l'augmented reality, le smart technology, i big data* e la *cyber security*". Pinelli e Proietti, più in generale, affermano che "A nostro avviso, le migliori opportunità nel contesto attuale sono quelle che consentono di focalizzarsi su temi decorrelati rispetto ai fattori che possono generare volatilità. Tali opportunità sono rappresentate da due possibili strategie: investimenti diretti in aziende operanti in segmenti/nicchie di mercato soggette a trend favorevoli di lungo periodo e investimenti sul mercato secondario mediante acquisizione di quote di fondi e portafogli diversificati. Della prima strategia abbiamo già accennato in precedenza facendo riferimento, a titolo di esempio, al segmento dell'*healthcare service* e, più in generale, a tutte quelle nicchie di mercato caratterizzate da tassi di crescita strutturalmente superiori rispetto alla media, in un'ottica di medio/lungo periodo. La seconda strategia offre la possibilità di accedere al mercato del private equity in maniera rapida e diversificata mediante l'acquisizione di portafogli e quote di fondi preesistenti con esposizione immediata a un numero elevato di asset sottostanti. Anche alla luce delle considerazioni appena fatte circa una possibile inversione del ciclo nei prossimi mesi, riteniamo il mercato del secondario un'utile leva a cui gli investitori dovrebbero guardare, sia per la significativa diversificazione intrinseca, sia alla luce delle opportunità di acquisto che riteniamo potrebbero venire a crearsi, in linea con quelle che tale mercato ha saputo cogliere nei momenti di maggiore volatilità nel recente passato", concludono Pinelli e Proietti.