

APPROFONDIMENTO

Giugno 2019

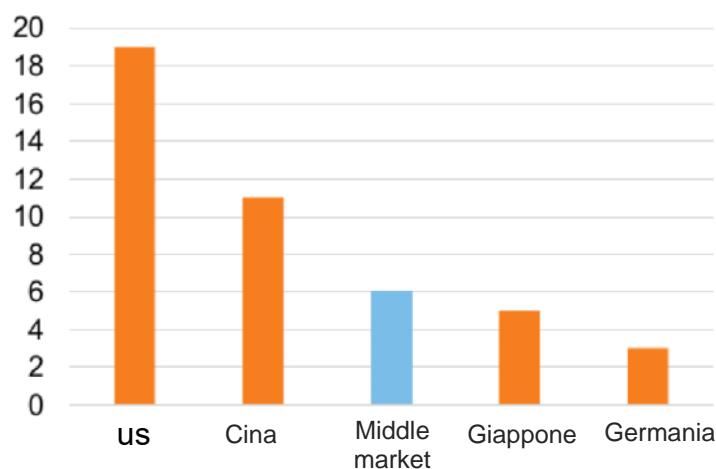
Dove trovare rendimenti nel 2019? Considera i private markets.

Quale percentuale del vostro portafoglio è investita nei “private markets”? Quanto grande è l'insieme complessivo di opportunità? Ecco un paio di statistiche che cattureranno la vostra attenzione:

- › alla fine del quarto trimestre 2018, solo negli Stati Uniti si contavano all'incirca 200 mila società middle-market, con ricavi annui compresi tra USD 10 milioni e 1 miliardo,¹ mentre le aziende quotate in borsa erano meno di 3.600.²
- › Queste società private del middle-market rappresenterebbero da sole la terza economia mondiale per dimensioni, superando nettamente le economie di Giappone e Germania.

Middle-market USA

\$GDP per area



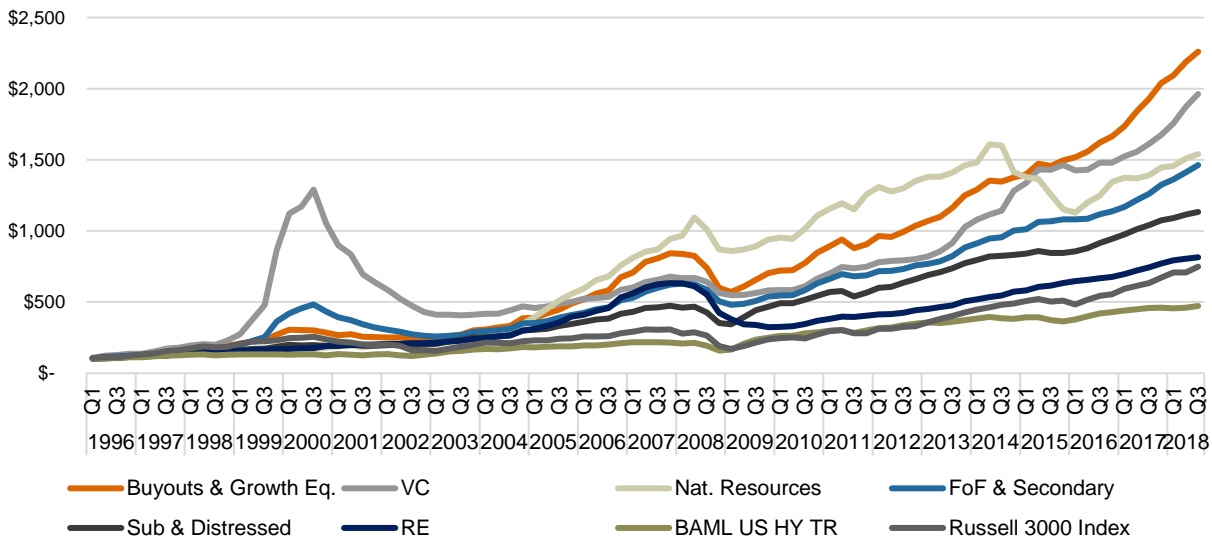
Fonte: Russell Investments, National Center for the Middle Market, T3 2017, Dun and Bradstreet Middle Market Index.

I mercati privati non rappresentano solo una potenza economica. Rappresentano una potenzialità d'investimento altrettanto significativa, con tutti i rischi e le opportunità che derivano da dimensioni così rilevanti. Per quanto riguarda il potenziale di rialzo, riteniamo che i profili di rendimento e volatilità di questo settore stiano diventando sempre più interessanti, soprattutto nel contesto attuale. Non siamo i soli a pensarla così. Questo potenziale ha attirato ingenti flussi di capitali, e per una buona ragione.

¹ National Center for the Middle Market, T4 2018 Middle Market Indicator.

² Wilshire, Wilshire 5000 Total market Index Fact Sheet, 31 dicembre 2018.

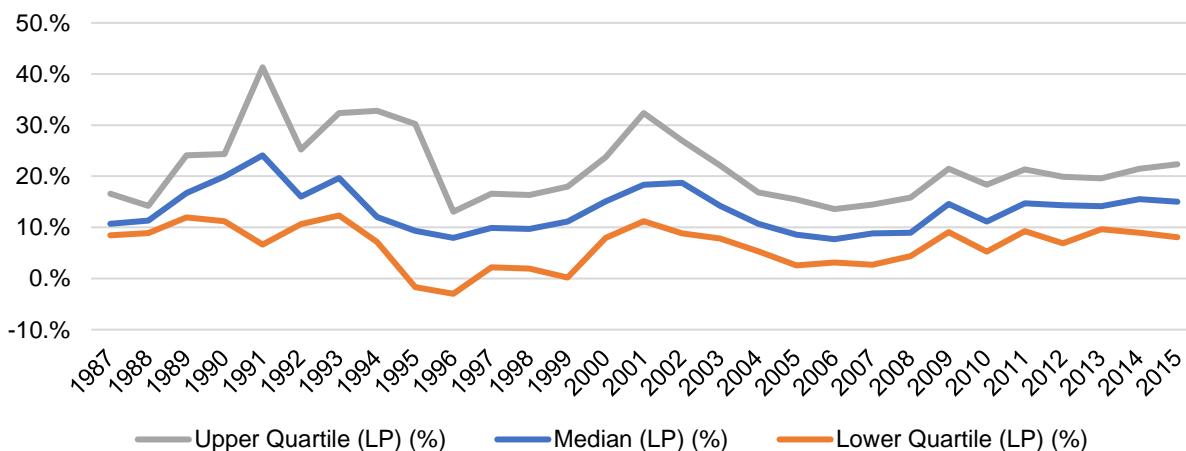
Crescita di \$100³



Fonte rendimenti "Cambridge Associates Private Fund Performance Benchmark Calculator". Dati al 30 settembre, 2017. Indice Wilshire e BAML calcolato tramite FRED. Gli indici/ benchmark non sono gestiti e non possono essere investiti direttamente. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri. Cambridge Associates Private Equity Performance al netto delle commissioni dei fondi sottostanti.

E per quanto riguarda il rischio, è chiaro che navigare in questo universo non è un'impresa da poco. Si prenda ad esempio il segmento private capital (private equity + private debt): la dispersione dei rendimenti tra il quartile superiore e quello inferiore rimane molto ampia. Nel 2015, per esempio, il primo quartile ha sovraperformato l'ultimo quartile di quasi tre volte.³ A nostro avviso, tale dispersione conferma l'importanza di affidarsi a gestori esperti in grado di navigare abilmente tra i rischi di questo settore.

IRR per Vintage⁴



³ Cambridge Associates/Thomson Reuters e FRED, in base a una crescita di USD \$100, calcolo ribasato al T1 1996, utilizzando i rendimenti trimestrali forniti da Thomson Reuters per Private Equity, Venture Capital, Risorse naturali, Fund of Fund e Secondary, Subordinati/Distressed e Immobili, e i seguenti indici disponibili attraverso FRED e rappresentativi di ciascuna classe di attivi: Russell 3000® Total Market Index e Bank of America Merrill Lynch U.S. High Yield Total Return Index. I rendimenti degli indici rappresentano i risultati conseguiti nel passato, non sono una garanzia di performance future e non sono indicativi di alcun investimento specifico. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente negli stessi.

Malgrado le difficoltà "di navigazione", la crescita del mercato prosegue. Negli ultimi anni i capitali impegnati nei mercati privati hanno raggiunto i massimi storici, raccogliendo oltre USD 4.200 miliardi dal 2014 fino a fine 2018.⁴ Allo stesso tempo, i capitali impegnati ma non ancora allocati (noti come "dry powder") sono più che raddoppiati, passando da USD 1.000 miliardi nel 2010 a USD 2.200 miliardi nel 2018.⁵ A giugno 2018, la massa gestita totale (valore non realizzato + "dry powder") ammontava a circa USD 5.800 miliardi.⁶

Il premio di illiquidità

Dove possono volgere lo sguardo gli investitori alla ricerca di rendimenti nel 2019? Noi di Russell Investments crediamo fermamente che i mercati privati possano rappresentare una via di fuga dai bassi rendimenti offerti dai mercati quotati. Malgrado i maggiori afflussi finanziari in questo settore, le opportunità restano ampie in quanto le strutture chiuse, illiquide e di lungo termine consentono ai gestori più abili di perseguire importanti vantaggi strutturali. Tutti i segmenti offrono opportunità, tra cui:

- › Buyout
- › Venture Capital
- › Growth equity
- › Impact investments
- › Immobiliare
- › Infrastrutture
- › Risorse naturali
- › Debito/credito privato
- › Distressed e special situation
- › Altre strategie opportunistiche

I mercati privati presentano ovviamente dei limiti intrinseci in termini di liquidità, ma gli aspetti di lungo termine di questi strumenti illiquidi possono offrire vantaggi significativi agli investitori con orizzonti temporali estesi. L'accesso a società e attività private e alle strategie ad esse correlate viene di norma offerto attraverso fondi della durata di circa 10 anni. Questa illiquidità intrinseca, che per i critici rappresenta un chiaro svantaggio, in realtà si è rivelata un punto di forza, in quanto storicamente gli investimenti di lungo termine hanno fatto meglio dei mercati quotati. Il premio di illiquidità che gli investitori si aspettano di ricevere varia da strumento a strumento. Il private equity, ad esempio, ha generato rendimenti storici di 400-600 punti base superiori a quelli dei mercati azionari quotati.⁷

E la superiorità potrebbe non limitarsi ai rendimenti. Le prospettive generali appaiono sempre più promettenti, dato che l'ampio ventaglio di opportunità offerto dai mercati privati continua a crescere rispetto al numero di società quotate. Secondo Dow Jones VentureSource, a partire dal 1992 negli Stati Uniti sono aumentate le imprese nate grazie al sostegno del venture capital, a fronte della tendenziale diminuzione del numero di società nazionali quotate in borsa.

Una prospettiva globale sui mercati privati

Investire nei mercati privati è inevitabilmente complesso. Tali difficoltà diventano ancora più evidenti se si inquadra questo universo d'investimento da una prospettiva globale. I nostri clienti istituzionali hanno mantenuto un grande interesse nei buyout middle-market in Nord America ed Europa, nelle strategie settoriali specifiche e nel venture capital (soprattutto negli Stati Uniti, con un interesse crescente in Asia e una ripartenza della domanda in Europa). D'altro canto, abbiamo registrato un minor interesse nei confronti delle opportunità offerte dai mercati privati emergenti e una maggiore cautela nei confronti del Regno Unito e dell'Eurozona, vista l'incertezza sull'impatto della Brexit.

Questa difformità a livello internazionale dimostra che permangono dei punti di attenzione. Per investire nei mercati privati rimangono indispensabili esperienza, consapevolezza, capacità di controllo e di accesso alle opportunità. Osserviamo un aumento del grado di complessità nelle strutture patrimoniali, vulnerabilità settoriali, cambiamenti normativi ed eventi geopolitici. Prestiamo inoltre particolare attenzione ai prezzi, in quanto i multipli di acquisto hanno superato i livelli precedenti la crisi finanziaria globale del 2008. I mercati privati hanno raggiunto un nuovo picco congiunturale? Data l'estrema eterogeneità del mercato globale, la risposta è ben più

⁴ Cambridge Associates/Thomson Reuters, Buyout & Growth Equity Benchmark – T3 2018.

⁵ Preqin, Private Capital Fundraising Report, T4 2018.

⁶ Preqin, Private Capital Fundraising Report, T4 2018.

⁷ Preqin, PreqinPro Online Database – accesso avvenuto nel febbraio 2019.

complessa di un semplice sì o no. Pertanto, continuiamo a investire significativamente nella ricerca e nella due diligence su tali tematiche, segmento per segmento, regione per regione, strategia per strategia e, ovviamente, gestore per gestore.

La crescita del private debt

Un'area specifica di crescita riguarda il "private debt". A tale proposito, bisogna rilevare un trend particolarmente significativo: nel 1994, la quota di mercato di leveraged loan detenuta dalle banche estere e nazionali era pari al 71%. Nel 2017, tale percentuale è scesa ad appena il 9%, con il restante 91% coperto da società e fondi non bancari.⁸ In altre parole, negli ultimi 24 anni il peso del credito privato è passato dal 29% al 91% rispetto al totale del mercato dei leveraged loan. Riteniamo che ciò possa rappresentare un'importante opportunità d'investimento, in grado di aiutare gli investitori a colmare il divario nei loro obiettivi finanziari di lungo termine.

Investimenti income

I clienti istituzionali orientati ad effettuare investimenti "income" hanno mostrato un crescente interesse nei "private markets", specie nel "private debt" e nelle opportunità ad esso correlate, sia sul versante societario che su quello dei titoli garantiti da collaterale. Riteniamo che gli Stati Uniti restino il mercato del debito privato più profondo, seguiti dall'Europa, con il numero di gestori asiatici specializzati in debito privato di calibro istituzionale che continua ad aumentare. Sul fronte degli strumenti garantiti da collaterale, gli immobili offrono il più ampio ventaglio di opportunità, mettendo a disposizione degli investitori anche veicoli aperti, a differenza di molti altri segmenti dei mercati privati.

Aumenta la maturità del mercato

Per certi versi, investire nei mercati privati sta diventando più facile. L'efficienza sta raggiungendo livelli tali che i fondi di secondario e le acquisizioni potrebbero aiutare gli investitori ad accelerare la loro esposizione all'asset class, ridurre le commissioni e incrementare la liquidità. Crediamo che il private equity sia il segmento più maturo dei mercati privati, benché anche le strategie basate su asset reali (principalmente immobili, infrastrutture ed energia) stiano diventando sempre più efficienti. L'uso della leva sia a livello di fondo che di transazioni è aumentato, dunque è essenziale che gli investitori comprendano i fattori di traino e i rischi insiti nei rendimenti attesi nel valutare tali opportunità.

Investire nei mercati privati facendo leva sulle best-practice

Malgrado il succitato aumento dell'efficienza e della maturità di quest'area, investire nei mercati privati è inevitabilmente complesso, pertanto è confortante sapere che anche gli approcci multi-manager come il nostro continuano a specializzarsi e ad affinarsi. A nostro avviso, i gestori più abili devono essere in grado di offrire ai loro clienti le seguenti risorse:

- › **Un approccio basato su un'architettura aperta** per reperire i migliori rendimenti netti corretti per il rischio. Questa strategia dovrebbe essere abbastanza ampia da ricomprendere fondi multi-manager, fondi secondari e fondi primari, nonché investimenti come le acquisizioni secondarie e i co-investimenti.
- › **Analisi del valore relativo**, al fine di perseguire le opportunità migliori, non a livello teorico ma date le circostanze attuali del reale contesto di mercato.
- › **Capacità di individuare i migliori gestori e fondi disponibili**. Non tutte le opportunità offerte dai mercati privati valgono il rischio che comportano. Una società di gestione deve disporre di una profondità e un rigore della ricerca atti a individuare solo le migliori opportunità, astenendosi dallo sprecare i nuovi capitali in mancanza di una forte convinzione.
- › **Capacità di "underwriting" adeguate**. Tutti i segmenti continuano a offrire opportunità interessanti. Ma visti l'elevato grado di competizione sulle operazioni, i tassi d'interesse contenuti e le svariate migliaia di fondi interessati a raccogliere capitali, è più importante che mai riuscire a selezionare opportunamente gestore, strategia e mercato per puntare a rendimenti superiori.

Conclusione

I mercati privati offrono a nostro avviso opportunità sostanziali. Il ritmo della crescita di questi strumenti inciderà inevitabilmente sul modo con cui gli investitori costruiranno i loro portafogli nei prossimi anni. Crediamo inoltre che gli investitori di lungo termine sceglieranno attentamente le società di gestione a cui affidarsi per essere certi di beneficiare delle migliori opportunità, mentre sono intenti ad affrontare i rischi connessi a questo settore complesso, globale e in costante evoluzione.

⁸ Pitchbook, Benchmark PB: T1 2018.

⁹ White book "Ares Direct Lending" / S&P LCD, "S&P Leveraged Lending Review" – T4 2017.

Per ulteriori informazioni

Russell Investments al numero telefonico +39 02 85 86 4001 o sul sito <https://russellinvestments.com>

Informazioni rilevanti

Il presente materiale non è destinato alla distribuzione presso la clientela retail. Questo materiale non rappresenta un'offerta o un invito a chiunque in qualsiasi giurisdizione a investire in qualsiasi prodotto di Russell o a utilizzare qualsiasi prodotto di Russell dove tale offerta o invito non sia legale, o dove la persona che propone questa offerta o invito non sia qualificato a farlo e non sia preparato in associazione con qualsiasi offerta o invito.

A meno che sia diversamente specificato, Russell Investments è la fonte di tutte le informazioni. Tutte le informazioni contenute in questo documento fanno riferimento alla data di emissione e, per quanto attiene alla nostra conoscenza, sono accurate. Qualsiasi opinione espressa è da attribuirsi a Russell Investments, non è un dato di fatto, è soggetta a cambiamenti e, a meno che non sia riferita a uno specifico investimento, non costituisce attività regolamentata di "consulenza agli investimenti" secondo quanto stabilito nel Financial Services and Markets Act 2000.

Il valore degli investimenti e il relativo ritorno possono diminuire così come aumentare e non sono garantiti. Voi potreste non rientrare in possesso del capitale originariamente investito.

Ogni previsione o target è indicativo e non rappresenta una garanzia. Ogni dato relativo a performance passate non è indicativo di performance future.

Qualsiasi riferimento a ritorni legati alle valute potrebbe aumentare o diminuire come risultato della fluttuazione valutaria. Qualsiasi riferimento a trattamenti fiscali dipende dalle specifiche caratteristiche di ogni singolo cliente e potrebbe essere soggetto a cambiamenti futuri. Distribuito da Russell Investments Limited. Company No. 02086230. Registrata in Inghilterra e Galles con sede autorizzata a: Rex House, 10 Regent Street, London SW1Y 4PE. Telefono 020 7024 6000. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS.