

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

**Investimenti istituzionali
in private equity e venture capital:
potenziali, gap, opzioni di sviluppo**

Executive Report

Seconda edizione - Luglio 2013

Premesse e obiettivi del progetto

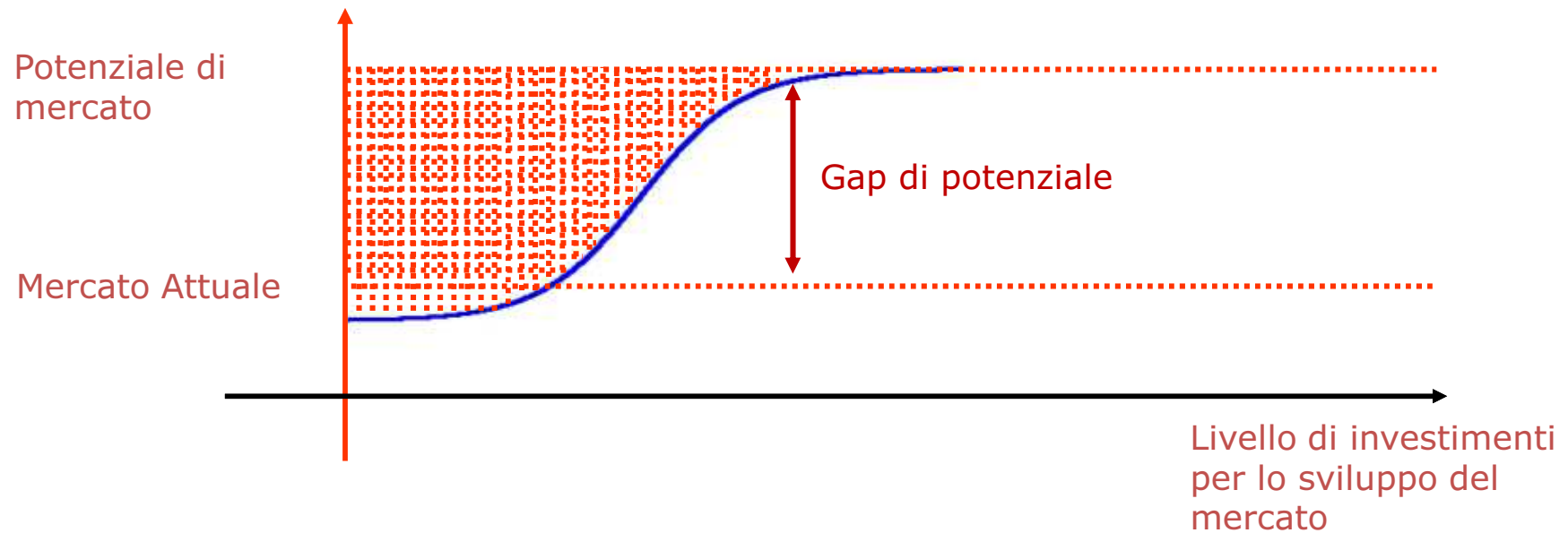
L'analisi del mercato dei capitali istituzionali, potenzialmente destinabili a investimenti in private equity e venture capital (di seguito "PE"), ha lo scopo di pervenire ad una migliore conoscenza della dimensione potenziale del mercato, degli scostamenti fra mercato attuale e potenziale e soprattutto delle cause degli scostamenti, in particolare dei motivi che determinano il mancato investimento in PE, ovvero l'investimento di capitali istituzionali in misura inferiore rispetto ai *benchmark* nazionali ed europei.

Il progetto si articola nel raggiungimento di una serie di obiettivi intermedi quali:

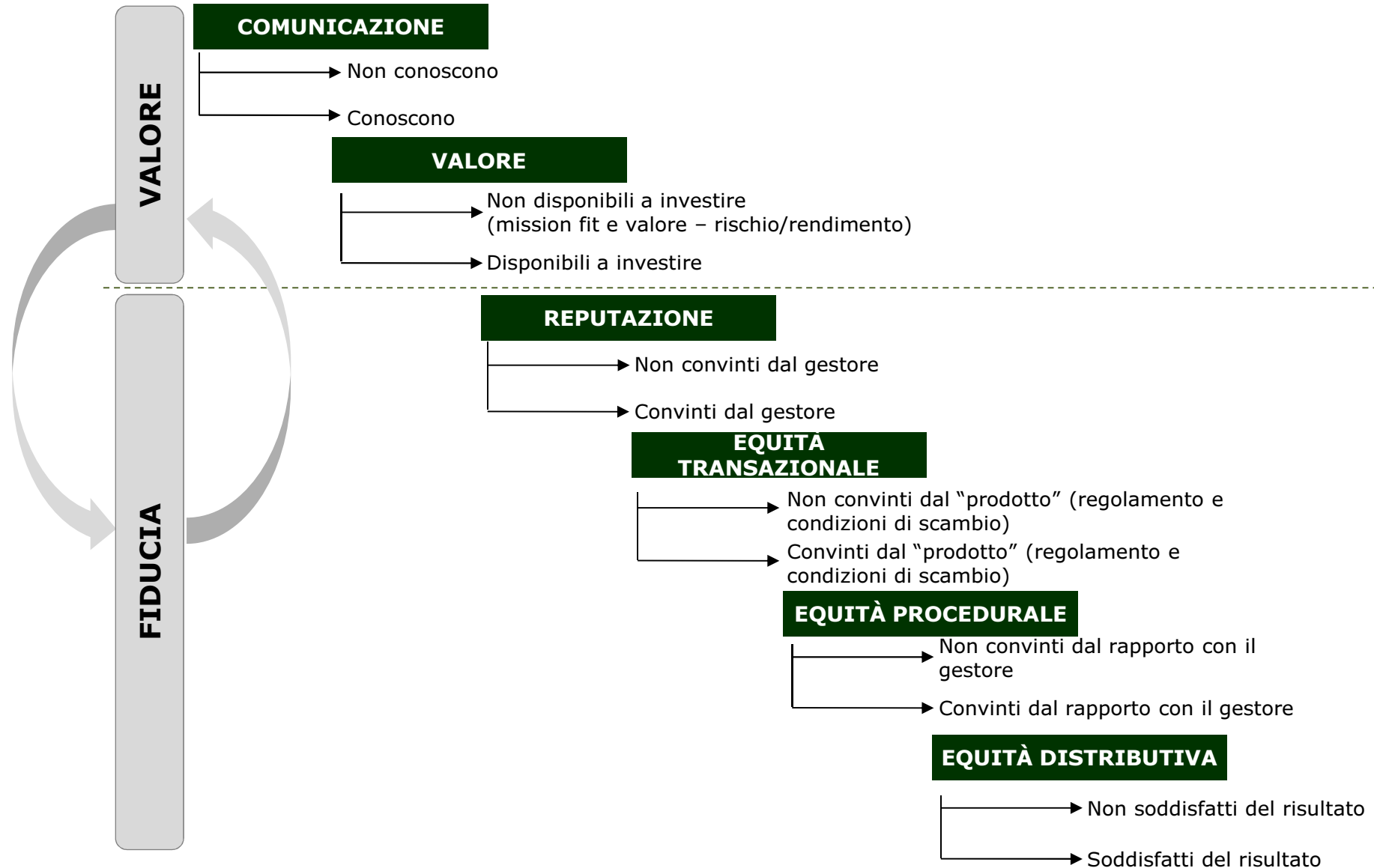
- la mappatura degli Investitori Istituzionali, sulla base degli ultimi bilanci disponibili 2010-2011, e la stima del loro potenziale di domanda di investimento in PE;
- la verifica del grado di conoscenza/consapevolezza delle opportunità di investimento in PE;
- l'identificazione di attività che potrebbero abilitare/facilitare lo sviluppo del mercato.

Modelli e metodi di riferimento

L'investitore come "cliente" di un bene fiduciario



Modelli e metodi di riferimento



Mappatura degli Investitori Istituzionali

- L'analisi del mercato dei "capitali istituzionali" è stata realizzata con approcci **desk** e **field**.
- L'**analisi desk** è stata condotta per stimare il mercato potenziale e il mercato attuale, mediante raccolta e analisi dei dati di bilancio, ove disponibili, degli Investitori Istituzionali. Sono stati pertanto raccolti dati sul *commitment* nell'*asset class* PE a partire dai bilanci di:

- Fondazioni Bancarie;
- Enti Previdenziali Privati.

Per le altre categorie di investitori non è stato possibile rinvenire dati pertinenti da fonti pubbliche.

- L'**analisi field** è stata condotta per esplorare le opzioni di sviluppo del mercato ed è stata effettuata tramite una **survey** a cui hanno partecipato 49 Investitori Istituzionali, di cui:

- 11 Fondazioni Bancarie;
- 9 Enti Previdenziali Privati;
- 9 Fondi Pensione;
- 10 Gruppi Assicurativi (8 censiti attraverso ANIA);
- 10 Family Office.

Nel 2012, alla stessa survey, avevano partecipato 41 Investitori Istituzionali, di cui 7 censiti attraverso MEFOP e 9 attraverso ANIA.

Mappatura degli investitori: general overview



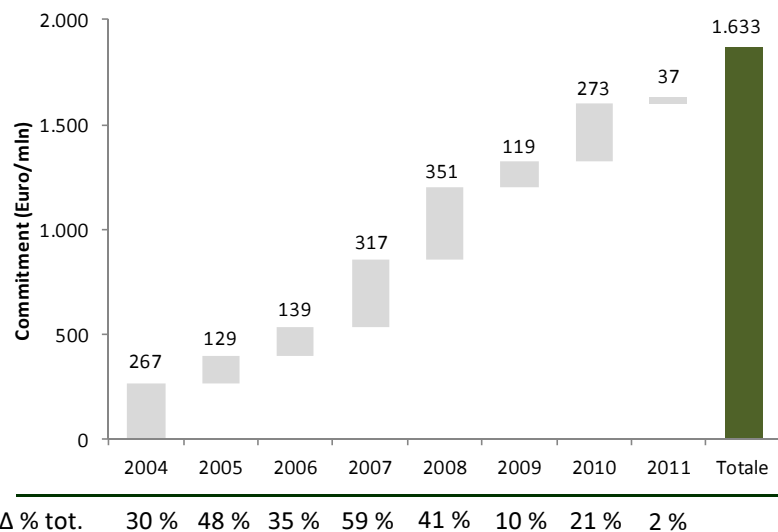
In Italia, come riportato da ACRI (Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio) e da AdEPP (Associazione degli Enti Previdenziali Privati) esistono 89 Fondazioni Bancarie e 21 Enti Previdenziali Privati. Da un campione di 110 bilanci disponibili di questi Investitori Istituzionali emerge che il 51,0% ha in portafoglio investimenti in PE, per un *commitment* totale pari a Euro 2.475 milioni.

Per le altre categorie di investitori non è stato possibile rinvenire dati pertinenti da fonti pubbliche, tuttavia come indicato da Mefop (Società per lo sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione) e ANIA (Associazione Nazionale per le Imprese Assicuratrici) esistono altri 786 Investitori Istituzionali dei quali 547 sono fondi pensione e 239 sono compagnie assicurative.

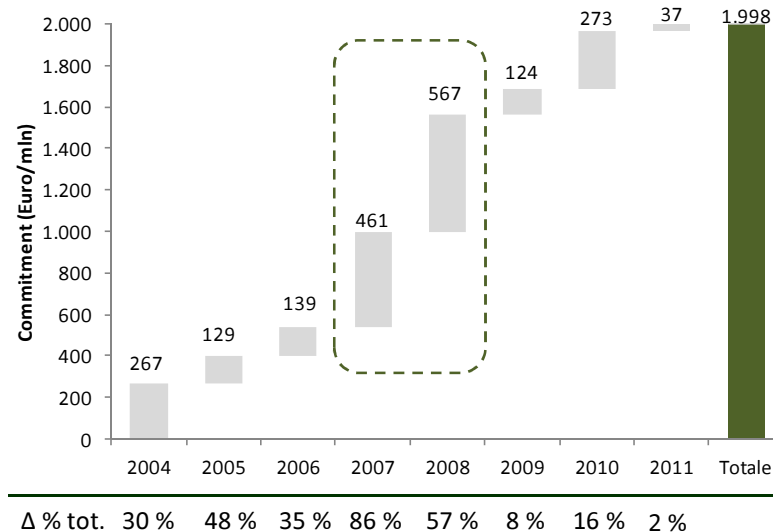
Tipologia investitore	# tot. investitori istituzionali	Bilanci disponibili [a]	# investitori in PE [b]	% Investitori in PE [b/a]	Commitment (€/mln)	% commitment rispetto al totale
Fondazioni Bancarie	89	84	41	48,8%	1.633	66,0%
Enti Previdenziali Privati	21	18	11	61,1%	842	34,0%
Totale	110	102	52	51,0%	2.475	100,0%

Il commitment delle Fondazioni Bancarie

L'EVOLUZIONE DEL COMMITMENT

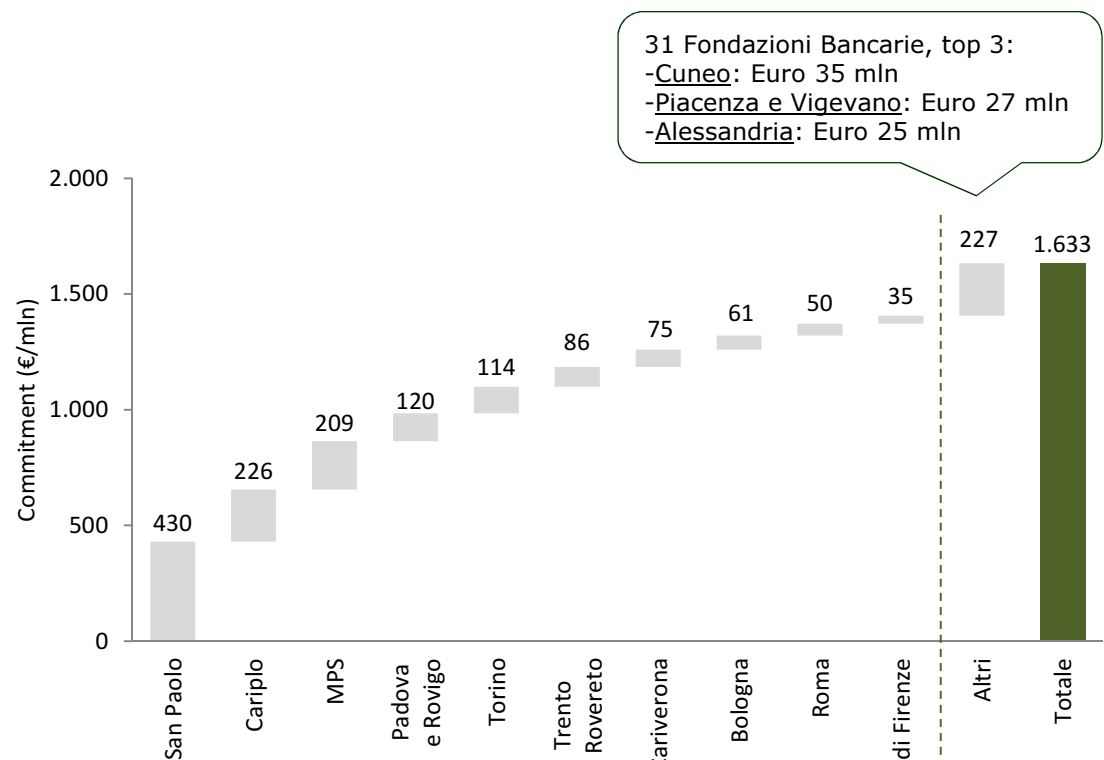


IL COMMITMENT CON GLI INVESTIMENTI IN F2i



- ✓ Forte crescita del *commitment* nel 2007 (+59% rispetto al 2006) e nel 2008 (+41% rispetto al 2007). Rilevante battuta d'arresto tra il 2009 e il 2011.
- ✓ La crescita nel 2007 e nel 2008 è ancora più elevata se si includono negli investimenti delle Fondazioni Bancarie anche i *commitment* relativi al fondo F2i (investimenti totali delle Fondazioni in F2i pari a Euro 365 milioni).
- ✓ Nel 2011 si registra l'incremento più contenuto di *commitment* nell'ultimo decennio.

Fondazioni Bancarie: top 10



31 Fondazioni Bancarie, top 3:
 -Cuneo: Euro 35 mln
 -Piacenza e Vigevano: Euro 27 mln
 -Alessandria: Euro 25 mln

# investimenti	42	9	6	11	8	4	1	8	1	7	62	159
% incidenza su attivo	6,6%	3,1%	8,1%	5,1%	3,6%	20,8%	2,1%	5,7%	2,3%	2,4%		

- ✓ Investono in PE 41 Fondazioni Bancarie (46% del totale delle Fondazioni italiane).
- ✓ Gli investimenti delle prime 10 fondazioni bancarie rappresentano l'86% del totale degli impegni in PE delle Fondazioni, mentre quelli delle prime 15 Fondazioni rappresentano il 95% del totale degli impegni in PE.
- ✓ La Fondazione San Paolo è "leader" della categoria con una quota pari al 26% degli impegni totali in PE.
- ✓ La Fondazione di Trento e Rovereto è la Fondazione che investe maggiormente il proprio patrimonio aziendale in PE: il 21% dell'attivo contabile è rappresentato da impegni in PE.
- ✓ Sei Fondazioni Bancarie (Genova e Imperia, Cesena, Viterbo, Fermo, Fossano e Saluzzo) che non investono in PE, hanno sottoscritto le quote del Fondo Italiano per le Infrastrutture - F2i per un impegno pari a Euro 8 milioni.

Stima del mercato potenziale e del gap

FOCUS SULLE FONDAZIONI BANCARIE

Attivo contabile aggregato delle Fondazioni Bancarie <u>(Euro mld)</u> [A]	53,09
Totale commitment in PE <u>(Euro mld)</u> [B]	1,63
% Media asset class PE [B/A]	3,08%
Investimento minimo in % sull'attivo contabile	0,11%
Investimento massimo in % sull'attivo contabile	20,83%
90° percentile	5,90%

Stima del mercato potenziale e del gap

FOCUS SULLE FONDAZIONI BANCARIE

GAP DI POTENZIALE TEORICO

Investimento massimo in % sull'attivo contabile	20,83%
Totale attivo contabile Fondazioni Bancarie [Euro mld]	53,09
Potenziale "teorico"* [Euro mld]	11,06
Totale commitment in PE [Euro mld]	1,63

**Gap di potenziale "teorico" =
Euro 9,42 mld**

GAP DI POTENZIALE REALISTICO

90° percentile	5,90%
Totale attivo contabile Fondazioni Bancarie [Euro mld]	53,09
Potenziale "realistico"** [Euro mld]	3,13
Totale commitment in PE [Euro mld]	1,63

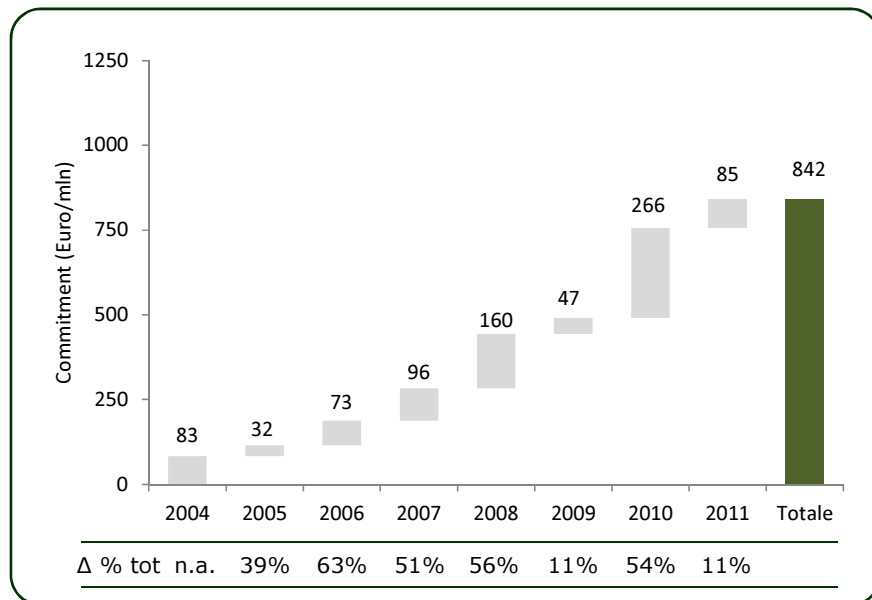
**Gap di potenziale "realistico" =
Euro 1,50 mld**

* Stimato ipotizzando che tutte le Fondazioni investano una percentuale dell'attivo contabile pari alla prima

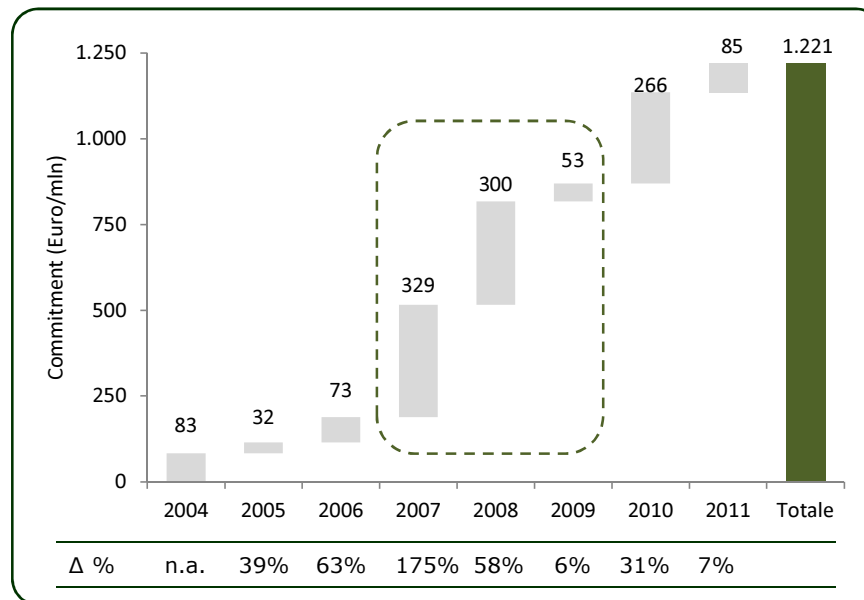
** Stimato ipotizzando che tutte le Fondazioni investano una percentuale dell'attivo contabile in linea con quanto investito dalla quarta Fondazione (90° percentile - su 41 Fondazioni che investono in PE)

Il commitment degli Enti Previdenziali Privati

L'EVOLUZIONE DEL COMMITMENT

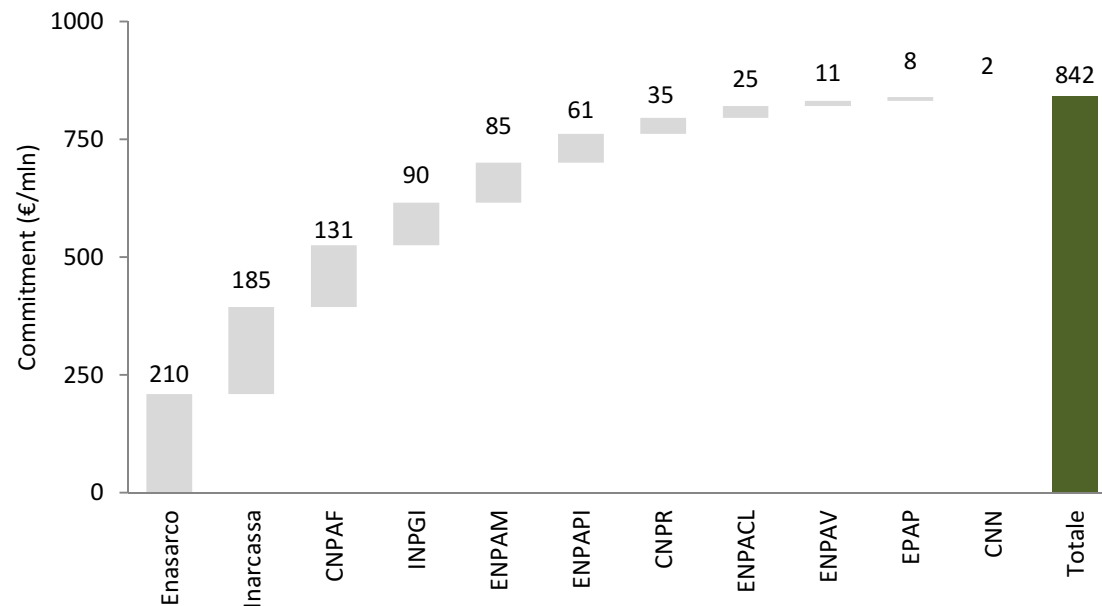


IL COMMITMENT CON GLI INVESTIMENTI IN F2i



- ✓ Crescita progressiva degli investimenti in PE da parte degli Enti Previdenziali Privati fino al 2011.
- ✓ Negli anni 2007 – 2009 dieci Enti Previdenziali Privati hanno sottoscritto impegni nel fondo F2i, per un totale pari a Euro 379 milioni, ovvero circa il 47% del commitment in Fondi di PE al 2010.

Enti Previdenziali Privati: gli investitori



# investimenti	13.	n.a.	16	6	9	4	13	1	4	n.a.	1
% incidenza su attivo	3,2%	3,2%	2,2%	4,3%	0,7%	16,6%	2,0%	3,7%	2,9%	1,3%	0,1%

- ✓ Dai 18 bilanci disponibili degli Enti Previdenziali Privati (su un totale di 21 Enti Previdenziali Privati presenti in Italia) è emerso che 11 investitori detengono nel loro portafoglio l'asset class PE.
- ✓ Gli investimenti in PE, da parte degli Enti Previdenziali Privati, sono riconducibili principalmente ai primi cinque investitori, che pesano circa l'83% del totale degli investimenti.
- ✓ Enasarco è "leader" della categoria con una quota pari al 25% degli impegni totali in PE.
- ✓ ENPAPI è l'unico Ente Previdenziale con una quota rilevante (16,6%) di impegni in PE nel proprio patrimonio.
- ✓ CIPAG (Geometri), EPPI (Periti industriali) e FASC (Fondo spedizionieri) non investono in PE ma hanno sottoscritto un impegno pari a Euro 76 milioni in F2i, di cui Euro 60 milioni sono relativi al *commitment* di CIPAG.

Stima del mercato potenziale e del gap

FOCUS SUGLI ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

Attivo contabile aggregato degli Enti Previdenziali <u>(Euro mld)</u> [A]	50,18
Totale commitment in PE (<u>Euro mld</u>) [B]	0,84
% Media asset class PE [B/A]	1,68%
Investimento minimo in % sull'attivo contabile	0,11%
Investimento massimo in % sull'attivo contabile	16,63%
90° percentile	4,28%

Stima del mercato potenziale e del gap

FOCUS SUGLI ENTI PREVIDENZIALI PRIVATI

GAP DI POTENZIALE TEORICO

Investimento massimo in % sull'attivo contabile	16,63%
Totale attivo contabile Enti Previdenziali privati [Euro mld]	50,18
Potenziale "teorico"* [Euro mld]	8,34
Totale commitment in PE [Euro mld]	0,84

**Gap di potenziale "teorico" =
Euro 7,50 mld**

GAP DI POTENZIALE REALISTICO

90° percentile	4,28%
Totale attivo contabile Enti Previdenziali privati [Euro mld]	50,18
Potenziale "realistico"** [Euro mld]	2,15
Totale commitment in PE [Euro mld]	0,84

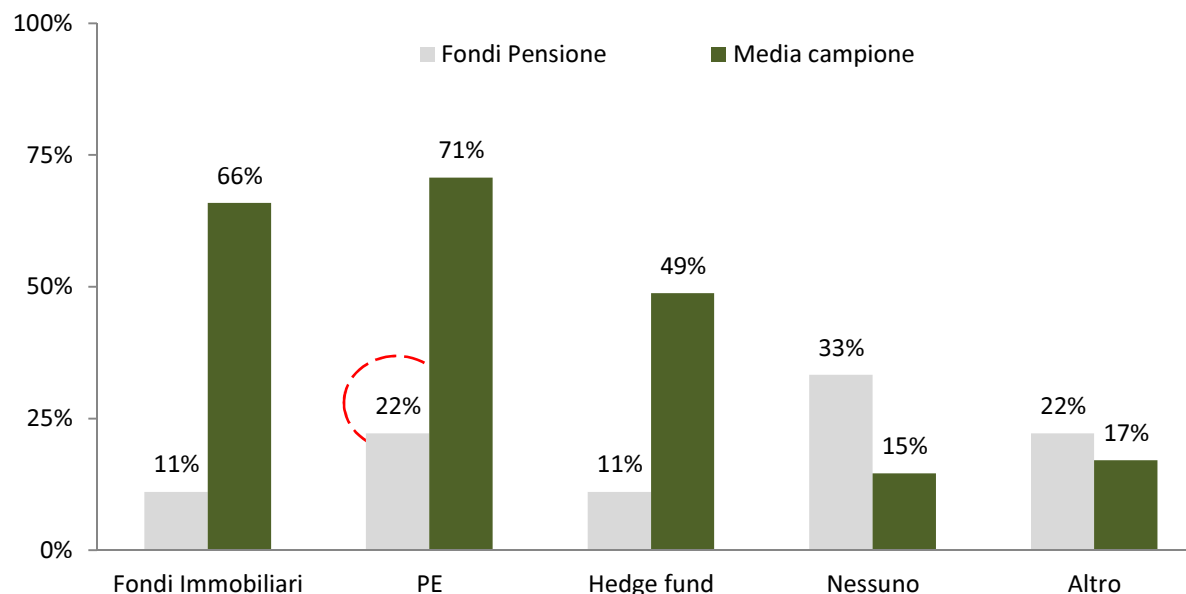
**Gap di potenziale "realistico" =
Euro 1,30 mld**

* Stimato ipotizzando che tutti gli Enti investano una percentuale dell'attivo contabile pari al primo Ente

** Stimato ipotizzando che tutti gli Enti investano una percentuale dell'attivo contabile in linea con quanto investito dal secondo Ente (su 11 che investono in PE)

Il commitment dei Fondi Pensione

- ✓ Di seguito si riportano i dati relativi al *commitment* dei Fondi Pensione, così come emerso dalla domanda "In quale delle seguenti asset class investe la Sua organizzazione?" della survey 2013 sui market gap (nota: domanda con più possibilità di risposte).

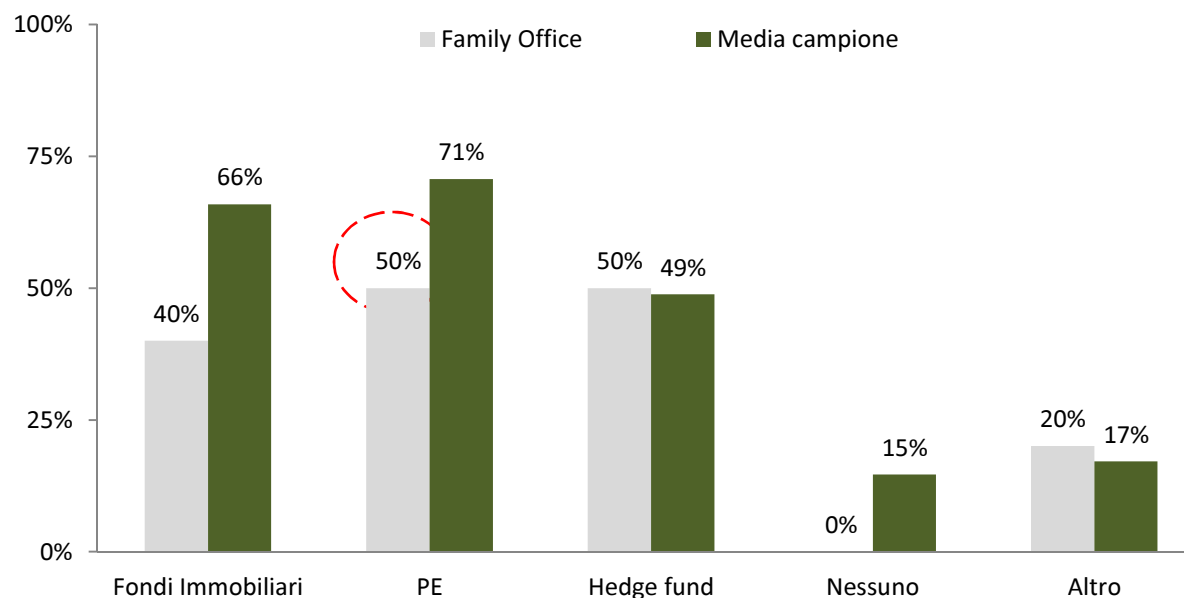


- ✓ Dalla survey si rileva che i Fondi Pensione investono meno della media del campione intervistato (-49%), ossia delle altre categorie di Investitori Istituzionali che hanno partecipato alla survey.
- ✓ Esistono rilevanti differenze tra le strategie di investimento dei Fondi Pensione italiani e quelli europei, i quali rappresentano una delle principali categorie di investitori nel PE (cfr. slide 17).

Nota: Altro = fondi chiusi mobiliari, partecipazioni dirette in imprese, distressed asset, multi-strategy fund, immobili e infrastrutture

Il commitment dei Family Office

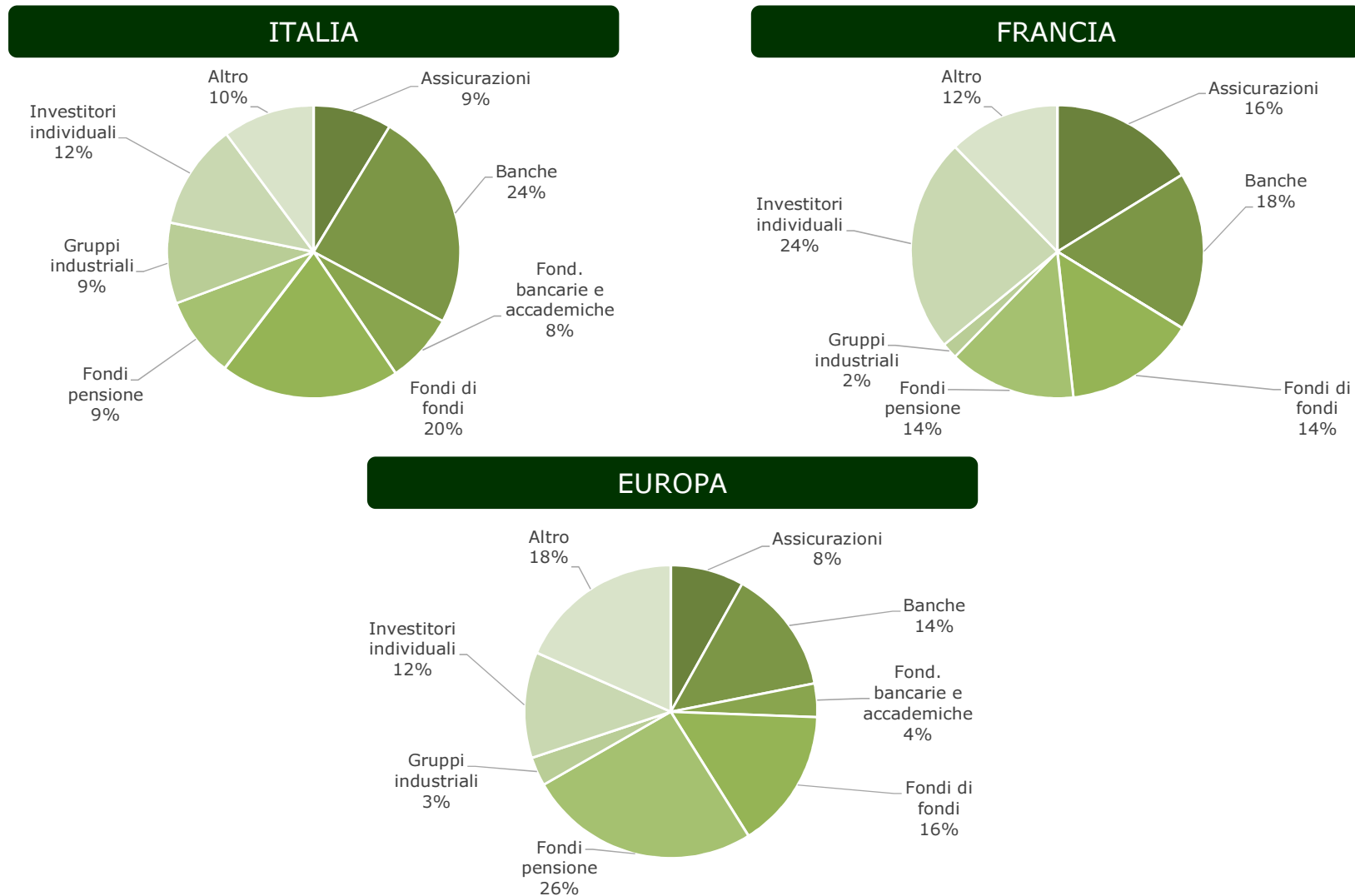
- ✓ Di seguito si riportano i dati relativi al *commitment* dei Family Office, così come emerso dalla domanda "In quale delle seguenti asset class investe la Sua organizzazione?" della survey 2013 sui market gap (nota: domanda con più possibilità di risposte).



- ✓ Dalla survey si rileva che i Family Office investono meno della media del campione intervistato (-19%) ossia delle altre categorie di Investitori Istituzionali che hanno partecipato alla survey.

Confronto del *commitment* degli Investitori Istituzionali con i *comparables* francesi ed europei

✓ Di seguito si riportano i dati relativi al *commitment* degli Investitori Istituzionali tra il 2007 e il 2011 e un loro confronto con la raccolta da parte degli operatori di PE nello stesso periodo in Francia e in Europa. Tali dati sono stati raccolti da AIFI, AFIC (*Association Francaise des Investisseurs pour la croissance*) ed EVCA (*European Venture Capital Association*).



Confronto del *commitment* degli Investitori Istituzionali con i *comparables* francesi ed europei

- ✓ Come rilevato dall'AIFI e dall'AFIC, le Assicurazioni italiane, nel periodo intercorrente tra il 2007 e il 2011, hanno investito nel PE Euro 647 milioni ovvero in misura inferiore rispetto ai *comparables* francesi, che nello stesso periodo hanno investito nel PE un ammontare pari a Euro 6,2 miliardi (9,49x l'investimento delle Assicurazioni italiane). Si ricorda, infine, che le Assicurazioni italiane possono investire fino al 5% della riserva obbligatoria in "investimenti alternativi", ossia in fondi mobiliari chiusi non quotati unitamente a fondi riservati a particolare tipologie di Investitori e fondi speculativi. Si stima che se le Compagnie Italiane investissero in tali strumenti fino al 5% di tale riserva obbligatoria, verrebbero immesse risorse per "investimenti alternativi" fino a Euro 15 miliardi dei circa Euro 300 miliardi complessivi di riserva obbligatoria*.
- ✓ Come già anticipato nella slide 15, i Fondi Pensione italiani sono quelli che in termini assoluti investono meno in PE rispetto ai *comparables* francesi (-12%) ed europei (-17%).

* Fonte: "ANIA risponde all'appello pmi", MF, 03/07/2013)

Risultati della survey sui market gap: avvertenze preliminari

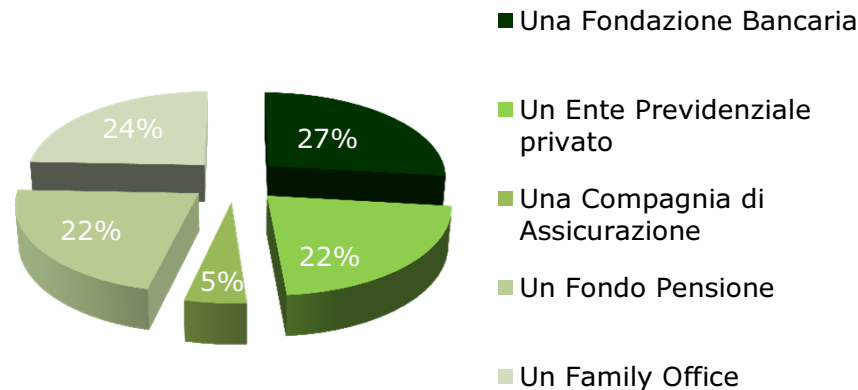
È risultato difficoltoso coinvolgere nella compilazione del questionario inviato on line gli Investitori Istituzionali in PE. La *survey*, quindi, non consente di evidenziare elementi rappresentativi del comportamento della domanda di investimenti istituzionali in modo rigorosamente scientifico. Ciononostante, grazie a 49 investitori (Fondazioni Bancarie, Enti Previdenziali Privati, Compagnie di Assicurazione, Fondi Pensione e Family Office) è possibile evidenziare alcuni spunti di riflessione e discussione e, ove possibile, definire *policy* volte ad accrescere la dimensione del mercato.

Di seguito si riporta la scala di valutazione per gli *item* richiesti nei questionari compilati da Fondazioni Bancarie, Enti Previdenziali Privati, Fondi Pensione, Assicurazioni e Family Office.

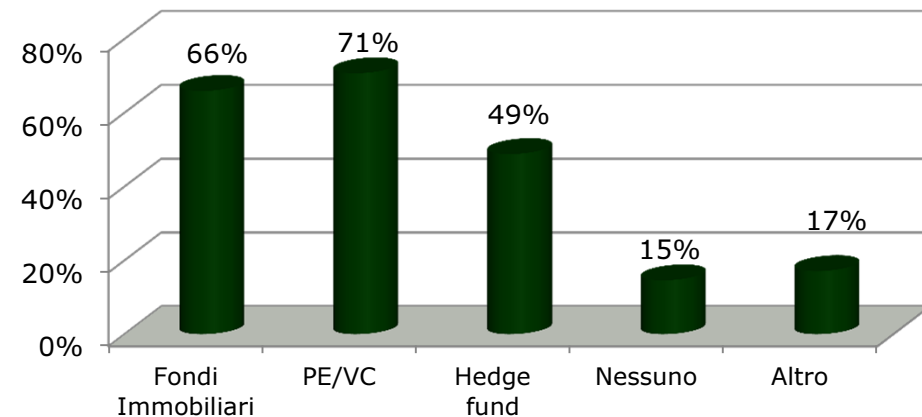
Voto	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Soddisfazione										

Il profilo degli investitori

La sua organizzazione è:



In quali fra le seguenti asset class "alternative" la Sua organizzazione investe?



Dalla survey è emerso che il campione raggiunto (escluse le Assicurazioni censite attraverso ANIA) è composto da:

- 27% Fondazioni Bancarie
- 22% Enti Previdenziali Privati
- 5% Compagnie di Assicurazioni - escluse le Assicurazioni rilevate tramite il questionario ANIA (cfr. slide 23)
- 22% Fondi Pensione
- 24% Family Office

Dalla survey si rileva che i rispondenti investono in asset class alternative tra cui:

- Il 66% investe in Fondi Immobiliari
- Il 71% investe in Fondi di Private Equity e Venture Capital
- Il 49% investe in Hedge Fund
- Il 17% investe in altre asset class alternative (e.g., Distressed Asset, Multi-strategy Fund, Partecipazioni dirette in imprese, Fondo chiuso mobiliare, Immobili, Infrastrutture).

Alcuni risultati della survey sui market gap

I seguenti *item* sono stati proposti esclusivamente alle organizzazioni che hanno dichiarato di investire in fondi di private equity e venture capital. L'intento è quello di analizzare le loro valutazioni in termini di soddisfazione nei confronti dell'*asset class* generale PE. La scala è da **1 (Decisamente in disaccordo)** a **10 (Decisamente d'accordo)**.

<i>[base: se investono in Fondi di PE]</i>	Investitori 2012 (A)	Investitori 2013 (B)	GAP (B-A)
Ripongo fiducia nei confronti dei gestori dei fondi di private equity/venture capital.	5,75	5,96	0,21
Sono soddisfatto della durata dell'investimento (10-13 anni) in fondi di private equity/venture capital.	n.a.	5,91	n.a.
I gestori dei fondi di private equity/venture capital sono tempestivi nella comunicazione delle informazioni.	5,75	5,65	(0,10)
Sono soddisfatto della qualità dell'informativa che ottengo dai fondi di private equity e venture capital.	4,75	5,65	0,90
Sono soddisfatto delle strategie adottate dai gestori dei fondi di private equity/venture capital.	4,75	5,48	0,73
Sono soddisfatto degli investimenti effettuati dai gestori dei fondi di private equity/venture capital.	n.a.	5,22	n.a.
Sono soddisfatto del rapporto rischio/rendimento degli investimenti in private equity/venture capital.	n.a.	5,36	n.a.
Sono soddisfatto del grado di coinvolgimento nel processo decisionale degli investimenti effettuati dai gestori dei fondi di private equity/venture capital.	3,75	4,78	1,03

Alcuni risultati della survey sui market gap

Crede che per migliorare la conoscenza e la fiducia nei confronti delle opportunità di investimento in PE & VC sia utile (1=poco utile; 10=molto utile)	Investitori 2012 (A)	Investitori 2013 (B)	GAP (B-A)
... migliorare la comunicazione specifica da parte dei singoli operatori.	8,86	7,03	(1,83)
... migliorare la comunicazione Istituzionale sull'asset class private equity/venture capital.	8,00	6,65	(1,35)
... prevedere delle presentazioni <i>one-to-one</i> .	7,29	6,38	(0,91)
... organizzare dei <i>workshop</i> mirati.	6,86	6,16	(2,70)

Tra gli altri suggerimenti (si riportano le citazioni testuali ricevute dagli Investitori Istituzionali):

- ✓ *"I gestori dovrebbero percepire poche commissioni e solamente in caso di performance positive"*
- ✓ *"I gestori dovrebbero aumentare la comunicazione, rendere l'investitore partecipe del processo decisionale, modificare il profilo commissionale in particolare dei fondi di fondi"*
- ✓ *"Avere dati certi sul rendimento finale dei fondi"*
- ✓ *"I gestori dovrebbero allineare le commissioni di gestione ai richiami effettuati e non alle sottoscrizioni"*
- ✓ *"Predisposizione di newsletter riservate agli Investitori"*
- ✓ *"Informazioni sulla metodologia di valorizzazione e sul calcolo del NAV"*

Alcuni risultati della survey sui market gap

<i>[base: se investono in Fondi di PE]</i>	Investitori 2012 (A)	Investitori 2013 (B)	GAP (B-A)
L'incentivo, calcolato sulla base della performance complessiva delle attività di investimento (<i>carried interest</i>), riconosciuto ai gestori dei fondi di private equity/venture capital è equo e coerente con il genere di investimento.	n.a.	6,45	n.a.
Il regime commissionale (<i>management fee</i>) relativo alla gestione dei fondi di private equity/venture capital è equo e coerente con il genere di investimento.	2,75	4,74	1,99
Il regime commissionale (<i>set-up fee</i>) relativo a sottoscrizioni in fondi di private equity/venture capital è equo e coerente con il genere di investimento.	2,50	4,57	2,07

<i>[Item sottoposto all'intero campione]</i>	Investitori 2012 (A)	Investitori 2013 (B)	GAP (B-A)
Qual è il grado di soddisfazione nei confronti degli investimenti in private equity e venture capital effettuati dalla sua organizzazione	5,57	5,14	(0,43)
Suggerirebbe a organizzazioni analoghe alla Sua di investire in private equity e venture capital?	6,18	6,36	0,18
Potrebbe indicare qual è la probabilità di investire in private equity e venture capital nei prossimi 12 mesi?	5,91	2,97	(2,94)

Alcuni risultati della survey ANIA: il profilo dei Gruppi intervistati

Il campione di riferimento per questa survey è composto da 8 Gruppi Assicurativi che rappresentano una quota di mercato (in termini di premi) pari al 50%. Dall'analisi dei dati pervenuti emerge che:

- quasi la totalità dei gruppi intervenuti è a conoscenza delle opportunità di investimento in fondi di PE e conosce gli operatori;
- il 90% del campione rilevato (quota ponderata) investe nel settore del PE mentre il 10% non investe in PE;
- il 65% del campione rilevato (quota ponderata) investe in Fondi immobiliari; mentre il 75% (in termini di premi) investe in Hedge fund;
- gli investimenti in Fondi di PE delle Assicurazioni intervistate sono stati mediamente pari a circa lo 0,8% dell'attivo contabile.

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

- In riferimento allo scostamento tra il mercato potenziale e il mercato effettivo, l'analisi *desk* effettuata sugli ultimi bilanci disponibili delle Fondazioni Bancarie e degli Enti Previdenziali ha rilevato un notevole gap:
 - sia con riferimento al numero di investitori, in quanto la penetrazione numerica è rispettivamente del 46% per le Fondazioni Bancarie (41 Fondazioni su 89*) e del 52% per gli Enti Previdenziali Privati (11 Enti su 21);
 - sia con riferimento all'allocazione di investimenti nell'*asset class* (prevalenza di "investitori leggeri"), solo il 25% delle Fondazioni Bancarie (11 su 44) e il 45% (5 su 11) degli Enti Previdenziali Privati che investono in PE alloca più del 3% sull'*asset class*.
- Nel caso delle Fondazioni Bancarie, la concentrazione è elevata e supera perfino quella standard paretiana (20/80): il 20% delle Fondazioni pesa per l'86% degli investimenti della categoria; meno concentrata la distribuzione per gli Enti Previdenziali Privati - il 20% non supera il 50% degli investimenti.

* Compresa la Fondazione Cassa di Risparmio della Repubblica di San Marino

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

- È simmetricamente elevata anche la concentrazione dal lato della raccolta. Le prime 5 SGR (Clessidra, Fondamenta, Sator, Cayman, Progressio), infatti, - 4% del totale associati AIFI e il 10% delle SGR associate - raccolgono il 42% degli investimenti nell'*asset class* effettuati dalle Fondazioni Bancarie; le prime 9 SGR - 7% degli associati e 20% delle SGR - il 53%.
- La dimensione del gap che ne consegue è molto rilevante:
 - il valore di quello massimo teorico sfiora i 17 miliardi di Euro (9,5 miliardi di Euro per le Fondazioni Bancarie e 7,5 miliardi per gli Enti Previdenziali Privati);
 - il valore del gap realisticamente adottabile quale obiettivo delle azioni di *market development* risulta essere di 2,8 miliardi di Euro (1,3 miliardi per gli Enti Previdenziali Privati e 1,5 miliardi per le Fondazioni Bancarie) a fronte di un valore del *commitment* corrente che non supera i 2,5 miliardi di Euro (1,6 miliardi di Euro per le Fondazioni Bancarie e 0,8 per gli Enti Previdenziali Privati).

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

- Le stime sul potenziale sono da considerarsi prudenziali, alla luce della difficoltà di valutare i potenziali di investimento di categorie di Investitori come Fondi Pensione, Family Office ed Assicurazioni per le quali non è stato possibile estrapolare dati relativi agli investimenti in PE da fonti pubbliche. Tuttavia, per le prime due categorie di Investitori, la survey rileva che tali Investitori allocano quote inferiori alla media del campione intervistato.
- Anche le Assicurazioni italiane investono meno rispetto ai *comparables* francesi, come riportato dai dati AIFI e AFIC, nonostante possano investire fino al 5% delle loro riserve tecniche in fondi mobiliari chiusi non quotati insieme a fondi riservati e speculativi, ovvero fino a 15 miliardi dei circa 300 complessivi. Al momento l'investimento delle Compagnie Assicuratrici italiane in tali strumenti non supera i 650 milioni (dati AIFI).
- In sintesi, i dati desk dimostrano che esiste un notevole gap fra mercato potenziale e mercato effettivo, pertanto è utile riflettere sulle cause di tale scostamento al fine di favorire un avvicinamento dei capitali istituzionali alle imprese italiane.

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

- Le cause di primo ordine dello scostamento dal potenziale sono evidenti e incontrovertibili:
 - 1) la maggioranza degli Investitori Istituzionali non investe nell'*asset class* specifica, nonostante l'analisi sia rivolta alle categorie più sensibili alla diversificazione finanziaria degli investimenti;
 - 2) la minoranza degli investitori istituzionali "*committed*" nell'*asset class* investe comunque in misura molto contenuta tranne poche "eccezioni".
- Le cause di secondo ordine (sottostanti e antecedenti) sono molteplici:
 - 1) scarsa consapevolezza delle specificità dell'*asset class* (gap di conoscenza), in particolare delle dinamiche della J-Curve e delle modalità di valorizzazione del NAV;
 - 2) carente coerenza dell'*asset class* e del profilo rischio/rendimento percepito con le finalità di gestione del portafoglio (gap di valore);
 - 3) insoddisfacente architettura commissionale (gap di equità transazionale);
 - 4) scarsa trasparenza e misurabilità delle performance di processo e di risultato (gap di equità procedurale e distributiva).

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

➤ **Gap di Conoscenza/Consapevolezza:**

rispetto alla survey del 2012 è migliorata la conoscenza generica dell'*asset class* PE (nel 2012 il 40% degli Investitori Istituzionali intervistati dichiarava di non conoscere le opportunità di investimento in PE, mentre il 50% degli Investitori Istituzionali intervistati non conosceva le opportunità di investimenti in VC). Tuttavia, come emerge dalla survey, esistono notevoli asimmetrie informative che limitano l'investimento degli stessi Investitori Istituzionali in PE.

Il gap di consapevolezza è talvolta "deliberato" (basse motivazioni all'apprendimento) e ha implicazioni ancora più rilevanti sulla "permanenza" del sottosviluppo del mercato, a causa della difficoltà nel valutare:

- la coerenza con la strategia di portafoglio e la missione "istituzionale";
- la "atipicità" dei parametri di valutazione del rischio.

Pericolose, infine, le "assimilazioni" con i Fondi speculativi, quali *hedge fund* e altre forme di investimento simili.

È rilevante, infine, la carente comprensione delle dinamiche della J-Curve e delle metodologie di valorizzazione del NAV.

➤ **Opzioni di sviluppo:** azioni di sensibilizzazione, formazione.

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

➤ **Gap di Valore** (rischio/rendimento e *mission fit*):

- durata (percezione di *lock in*) e rapporto rischio/rendimento non coerente con l'esigenza di *asset management*, acuito dalla mancanza di un efficiente mercato secondario dei fondi mobiliari chiusi ('scarsa liquidabilità' percepita soprattutto dai Fondi Pensione e dalle Assicurazioni);
- percezione di rischio elevato, soprattutto se correlato alla percezione di scarsa trasparenza del settore (equità procedurale), legato alla oggettiva difficoltà di valutazione della qualità intrinseca delle offerte;
- percezione di opacità e scarsa fiducia nei fornitori di *due diligence* sui fondi, sia *advisor* che *placing agent* e conseguente "chiusura" sulle strutture interne, che, tuttavia, non hanno sufficienti specializzazione ed *expertise* (in particolare per i Fondi Pensione e Assicurazioni).

➤ **Opzioni di sviluppo:** comunicazione comparativa e *benchmarking*, intervento pubblico per superare i *market failure* (Fondi di Fondi e Fondi di Secondario), chiarimenti normativi e regolamentari, certificazione *advisor* e "segregazione" dei ruoli (*advisor* o *placing agent*), interventi in *matching* con Fondi di Fondi pubblici con finalità di garanzia e intervento sulla funzione rischio/rendimento (es. Fondo HT Sud – oltre 60 milioni di Euro per il VC al Sud).

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

➤ **Gap di Equità Transazionale:**

gli Investitori Istituzionali non sono pienamente soddisfatti dell'architettura commissionale in merito agli investimenti in PE. Ciò viene ampiamente rilevato nella *survey* dove gli Investitori Istituzionali, come nella *survey* 2012, ritengono non equo procedere al pagamento delle commissioni di gestione e di sottoscrizione (punteggio pari a 4,74 per le *management fee* e 4,57 per le *set up fee*).

In merito alle commissioni di *performance*, gli Investitori Istituzionali, diversamente da quanto riportato per le *set up fee* e le *management fee*, sono invece favorevoli a riconoscere una commissione di successo (punteggio pari a 6,45).

➤ **Opzione di sviluppo:** semplificare la struttura delle commissioni e/o illustrarne i razionali, offrendo maggiore trasparenza. Allineare gli interessi tra i gestori dei fondi di PE e gli Investitori.

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

➤ **Gap di Equità Procedurale e Distributiva:**

la soddisfazione degli Investitori Istituzionali verso gli investimenti in PE risulta essere inferiore ad un punteggio pari a 6, mentre la probabilità di *retention* dei "clienti" investitori istituzionali risulta essere pari a 2,97. Tale risultato è influenzato principalmente dal non coinvolgimento nel processo decisionale degli investimenti, dalla qualità e dalla tempestività dell'informativa e dalla mancata chiarezza delle strategie di gestione.

➤ **Opzioni di sviluppo:** potenziare l'accuratezza e la tempestività della reportistica; la trasparenza nella valorizzazione del NAV e il coinvolgimento nella fase di *execution*. Sarebbero del resto molto apprezzati una comunicazione analitica sui singoli investimenti e lo sviluppo di siti internet ad accesso riservato dove dare massima trasparenza alle attività di gestione degli investimenti/disinvestimenti, con periodici meeting "*one-to-one*".

Conclusioni e opzioni di sviluppo del mercato

Opzioni per gli operatori:

- potenziamento delle attività di *fundraising* (funzioni specialistiche o outsourcing della funzione di *placing agent*);
- sostegno nella valutazione del rischio ed esplicitazione dei criteri di valutazione delle proposte (caratteristiche dell'offerta → performance attese → benefici);
- comunicazione collettiva (associativa), istituzionale e *one-to-one*, fino all'istituzione e al potenziamento di ruoli e responsabilità di *investor relations*;
- revisione dell'architettura commissionale e comunicazione trasparente del business e del *revenue model*, con maggiore allineamento degli interessi di gestori e investitori;
- investimenti per potenziare la trasparenza e il coinvolgimento dei sottoscrittori, anche solo informativa (accessi dedicati al sito, *newsletter* trimestrali, *business plan* del fondo ed esplicitazione della strategia e dello stato dell'*execution*).
- comunicazione più articolata sul valore dei fondi di PE, tramite un confronto tra il NAV e il *fair value*. Pubblicare un "*fair value* certificato" in modo da iscriverlo nel bilancio degli Investitori Istituzionali.

Conclusioni

Per rafforzare l'interesse e la propensione degli Investitori Istituzionali italiani, si propongono:

- ✓ azioni di *moral suasion*, ispirandosi a politiche adottate con successo in altri Paesi, quale, ad esempio, l'azione francese nei confronti del comparto delle compagnie di assicurazione, per incentivare in generale il maggiore investimento in fondi di private equity e al contempo facilitare lo sviluppo di alcuni operatori quali ad esempio fondi di turnaround;
- ✓ promozione di incentivi fiscali ad hoc per convogliare il risparmio privato di famiglie e imprese, anche accantonato in fondi pensione e schemi assicurativi e traghettarlo, tramite intermediari specializzati come gli operatori di private equity, verso interventi di supporto alle imprese italiane;
- ✓ lancio di strumenti dedicati, promuovendo veicoli mirati a convogliare i capitali in prodotti di private equity, per meglio soddisfare le richieste dell'offerta potenziale di capitali istituzionali.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Via Pietro Mascagni 7

20122 Milano

Italia

tel. 02 76398044

www.aifi.it

info@aifi.it

Hanno collaborato alla raccolta dei dati e alla stesura del rapporto Stefano Cesati e Veronica Marozzo con la supervisione del Prof. Michele Costabile.

Disclaimer

Questo documento è la base per una presentazione orale, senza la quale, quindi, ha limitata significatività e può dar luogo a fraintendimenti. I dati del presente report sono da considerarsi come indicatori di tendenza, utili come base per un confronto fra operatori e investitori e non interpretabili quale fedele rappresentazione del comportamento degli investitori istituzionali in PE in Italia. Sono proibite riproduzioni, anche parziali, del contenuto di questo documento senza la previa autorizzazione scritta di AIFI.