

[Link alla pagina web](#)

## I dubbi sull'illiquidabilità dei fondi non frenano la corsa del private

Tra il 2014 e il 2018, sul mercato di private equity, venture capital e private debt sono stati raccolti in Italia 16,7 miliardi di euro. Nei primi otto mesi del 2019 è stata superata la cifra record di 100 operazioni di private equity. In tempi di tassi d'interesse sempre più bassi, gli investitori trovano rifugio nei private



markets - i numeri lo mostrano chiaramente. Non si lasciano sfiduciare dai problemi che negli ultimi tempi qualche fondo internazionale ha avuto con gli investimenti liquidi. La pressione all'ingù sui tassi d'interesse esercitata dalle autorità monetarie mondiali sta spingendo gli investitori verso il private market anche a dispetto dei recenti timori sulla illiquidabilità di quegli asset, peraltro fonte di inconsueti bisticci tra regulator. Le ultime decisioni della Fed americana, annunciate a fine luglio, e le iniziative analoghe che la Bce di Mario Draghi (ancora per qualche mese) sta prendendo, hanno fatto scendere i rate dei titoli di stato a livelli mai sperimentati finora. Dopo ferragosto il Btp decennale aveva raggiunto un rendimento dell'1,41%, in Usa per la medesima durata veleggiava intorno al 1,50% e in Germania il bund decennale mostrava addirittura un rendimento negativo (-0,69%). È naturale che gli investitori si dirigano altrove, dove possono trovare rendimenti migliori. Sul fronte opposto, quello di chi chiede finanziamenti, le regole ferree di Basilea2 rendono più difficile per le banche offrire credito a lungo termine a piccole e medie imprese che quindi, sempre più spesso, si rivolgono sul mercato dei capitali per soddisfare le loro esigenze di finanziamento. La miscela di questi due trend è il forte driver di crescita che un po' dappertutto sta caratterizzando i mercati private. Negli Usa i grandi gestori pensionistici hanno già nel loro portafoglio una quota consistente di asset non quotati - l'altro modo di definire il mondo private - che non di rado supera il 10-15% dei patrimoni. In Europa, e soprattutto in Italia, le percentuali sono molto più ridotte ma in forte crescita. I numeri. Tra il 2014 e il 2018, sul mercato di private equity, venture capital e private debt sono stati raccolti nella penisola 16,7 miliardi di euro. 33,8 sono stati i miliardi investiti (di cui 30,4 solo in private equity) in 2.100 investimenti secondo le rilevazioni dell'Aifi (l'associazione del venture capital). Nell'ultimo anno complessivamente, è cresciuta del 70% la quota che gli investitori individuali hanno destinato in Italia al finanziamento del private equity (dati dell'**Aipb**, l'associazione del private banking). E, soltanto nei primi 8 mesi del 2019, è

stata superata la cifra record di 100 operazioni di private equity. “Negli ultimi quattro anni abbiamo investito in Italia in tutto il private capital, 34 miliardi di euro – commenta Anna Gervasoni, direttore generale di Aifi – Abbiamo toccato duemila imprese, un lavoro capillare, ma possiamo fare molto di più rispetto alla realtà italiana”. Sulla stessa lunghezza d’onda sono al lavoro le assicurazioni non soltanto a livello individuale ma anche con progetti consortili. L’Ania (l’associazione italiana delle compagnie) ha avviato un programma per investimenti infrastrutturali nel paese immaginando una dotazione iniziale di 500 milioni. “Il fondo – ha detto il presidente dell’Ania Maria Bianca Farina – sarà strutturato e gestito a condizioni di mercato e riteniamo possa costituire un primo contributo del nostro settore, allo sviluppo di questi investimenti e alla attesa e necessaria ripresa economica e sociale del Paese”. A causa dello scenario di tassi di interesse bassi e per gestire i rischi, anche le imprese assicuratrici hanno avviato un processo di diversificazione dell’asset allocation, “riducendo il peso dei titoli di Stato in favore di bond societari, titoli azionari, minibond, private placement, e appunto, infrastrutture”. Nonostante i segnali incoraggianti l’Italia, per masse gestite, rimane nelle posizioni di rincalzo dell’industria private europea. Dal rapporto annuale Prequin Markets, pubblicato a fine luglio, si ricava che gli alternative asset del continente – un universo che in larga parte coincide con il mondo private – ammontavano a fine 2018 a 1620 miliardi di euro. Di questa torta gli asset manager inglesi detenevano la fetta più consistente (948 miliardi) seguiti da francesi (181 miliardi), svedesi (92 miliardi), svizzeri (60 miliardi) e tedeschi (57 miliardi). Molto più in basso nella classifica si collocava, appunto, l’Italia con 27 miliardi di asset in gestione. Arrivano gli Eltif Naturalmente chi si avventura nelle praterie del mondo private deve sapere che sta percorrendo sentieri più avventurosi e meno garantiti di quelli tradizionali. “Dobbiamo essere investitori pazienti e capaci conoscitori dei vari segmenti dell’economia reale – sottolinea Anna Gervasoni – Illiquido vuol dire che devi capire, in quanto investitore, che prima di 4-5 anni non vedrai i tuoi soldi indietro”. Le fa eco Antonella Massari, segretario generale di **Aipb**, che ritiene che la clientela private abbia le caratteristiche giuste per accogliere questo tipo di strumenti alternativi, perché abituata alla diversificazione e preparata all’investimento di medio-lungo periodo. “La prima barriera è il cliente stesso che non conosce, non si fida e non è abituato – precisa la Massari – L’offerta ci sarebbe, la domanda sembra essere disponibile, ma i numeri sono bassissimi. Nel 2018 la quota di investimenti alternativi nei portafogli private era del 5%. Se ci fossero agevolazioni fiscali, si potrebbe favorire l’afflusso”. Il regolatore europeo ha già risposto con gli Eltif (European Long Term Investments Funds), fondi chiusi introdotti nel 2015 che investono a medio-lungo termine in strumenti (equity o debt) di piccole e medie imprese. In Italia hanno riscosso poco successo e sono ancora solo tre (Eurizon, Muznich e Kairos) ma potrebbero ora essere rilanciati grazie a un regime di detassazione simile a quello previsto per i Pir. Il nuovo Decreto Crescita, appena convertito in legge, prevede che non siano soggetti a imposizione i redditi derivanti dagli investimenti effettuati nei fondi Eltif. L’agevolazione sarà applicabile solo se l’investimento verrà mantenuto per almeno 5 anni, il limite al patrimonio raccolto da ciascun gestore non dovrà superare i 200 milioni di euro annui (tetto di 600 milioni nel complesso), e se verrà investito almeno

il 70% del patrimonio in imprese italiane o residenti in uno Stato europeo aventi una stabile organizzazione in Italia, che non operano nel settore finanziario, quotate e non quotate, ma con una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni. Per favorire la diffusione degli illiquidi, finora sostanzialmente circoscritto agli investitori istituzionali e professionali, alcuni regulator vanno sperimentando soluzioni nuove. Non è però una strada in discesa. Pericolo illiquidità: i casi Woodford e Natixis/H2O

Non essendo quotati in mercati regolamentati gli strumenti private recano con sé un rischio congenito di illiquidità. Chi investe, è cioè soggetto al pericolo di non poter liquidare rapidamente le posizioni o di poterlo fare solo a prezzo di forti perdite. Il rischio è ben presente a chi destina una quota del suo portafoglio in fondi chiusi, o in hedge fund (tipicamente sono investitori istituzionali e comunque professionali). Ma che accade quando asset illiquidi sono collocati nei portafogli di fondi aperti (gli Ucits, secondo la definizione comunitaria), liberamente investibili da piccoli risparmiatori e le cui quote sono liquidabili istantaneamente a domanda dell'investitore? Le regole europee, recepite dai regolamenti della Banca d'Italia, considerano che un limite del 10% di illiquidi è facilmente gestibile in un fondo comune aperto. Nella normalità dei casi è così ma in situazioni di stress, se parte la corsa ai riscatti da parte degli investitori, quel tetto del 10% può essere facilmente superato. Il gestore, per soddisfare le prime uscite, tende ovviamente a vendere gli asset quotati perchè più facilmente liquidabili con la conseguenza che gli altri, quelli private, diventano progressivamente più "pesanti" nel suo portafoglio e la situazione finisce per diventare insostenibile. E' quello che è accaduto nei mesi scorsi per il fondo inglese Woodford Equity Income e, successivamente, nei fondi di H2O che facevano capo a Natixis. Senza addentrarsi nelle cause scatenanti delle due vicende la conseguenza è stata un'ondata di riscatti di molti miliardi di euro. Nel caso del fondo Woodford è stato necessario bloccare le uscite per far sì che i gestori avessero il tempo di liquidare gli asset in modo ordinato. Per H2O una parte del portafoglio di illiquidi, per 300 milioni di euro, è stato rilevato da un intermediario finanziario - non ne è stato comunicato il nome - così da riuscire a gestire la fase più acuta dell'emergenza. Le due storie hanno rappresentato qualcosa di più di un campanello d'allarme per le autorità di vigilanza che già avevano posto sotto la lente di ingrandimento il tema dell'illiquidità degli asset nei fondi d'investimento. Ed ora le consultazioni dei diversi regulator internazionali sono in pieno corso. E non mancano bisticci tra di loro. Le authority in contrasto tra loro. Ha iniziato lo Iosco, associazione delle Consob mondiale, a impartire nel febbraio dello scorso anno 17 raccomandazioni ai fondi comuni per gestire al meglio il tema della liquidabilità. Si trattava soprattutto di principi di buona governance finalizzati a identificare soglie appropriate per assicurare la liquidabilità delle quote, prepararsi a situazione di stress, inserire anche il tema liquidabilità del fondo nel processo di investimento del gestore. Alla luce di quanto è successivamente accaduto, c'è ora chi considera insufficiente la rete di protezione. La Bank of England nell'ultimo Financial Stability report (giugno 2019) ha detto senza mezzi termini che i principi dello Iosco non sono efficaci perchè consentono troppa libertà d'azione ai singoli paesi. Sarebbe necessario renderli più stringenti a livello globale al fine di "monitorare non soltanto se i fondi stanno usando prestiti o derivati ma anche le perdite potenziali e le

richieste di liquidabilità cui potrebbero essere chiamati a far fronte. Questo consentirebbe di realizzare una gestione del rischio realmente globale aiutando le decisioni dei supervisori". La risposta dello Iosco non si è fatta attendere. Se correttamente applicate - ha detto l'organizzazione con una nota diffusa il 18 giugno scorso - quelle raccomandazioni forniscono ai regolatori un esauriente framework per gestire il rischio di liquidabilità dei fondi d'investimento". Secondo la Iosco, inoltre, sarebbe inapplicabile una sola norma sulla liquidabilità a livello internazionale, perché il panorama è troppo vario e sarebbe "poco pratico". Recentemente è intervenuta anche l'Esma (l'autorità europea sui mercati) che, nel febbraio scorso, ha posto in consultazione le sue linee guida su come gestire gli stress test per valutare il rischio di liquidabilità dei fondi. E' il problema probabilmente più delicato dell'intero architrave regolamentare perché l'obiettivo è proprio quello di anticipare situazioni anomale che ancora non si sono manifestate pienamente. Non tutte le scelte suggerite da Esma sono tuttavia condivise dagli operatori. Nella sua risposta alla consultazione, ad esempio, Assogestioni (Associazione Italiana dei Gestori) si è chiesta quale utilità possa avere assoggettare al test di liquidità fondi chiusi privi di leva finanziaria dal momento che, in quel caso, i riscatti non sono possibili prima della fine del fondo. Altri dubbi sono stati poi espressi sull'opportunità di estendere a tutti i fondi il cosiddetto reverse stress testing che consiste nell'individuare il "punto di rottura" nella liquidabilità di un fondo andando a vedere in quali circostanze potrebbe verificarsi quel caso limite. Il dibattito, come si vede, è in pieno corso. Contributor , Giulio Romano