



HOME CAPITALE DI RISCHIO ▾ CREDITO E DEBITO ▾ IMPRESE ▾

Accedi

ABBONATI

ANALISI & RUBRICHE ▾ TOOLS ▾ BEBEEZ PREMIUM ▾

Home > Non categorizzato

# Caro tassi? Private equity alla ricerca della formula giusta per salvare i rendimenti

by **bebeez** — 24 Luglio 2023 in Non categorizzato

Share on Facebook

Share on Twitter



Articolo pubblicato su *BeBeez Magazine n. 11* del 22 luglio 2023

di Giuliano Castagneto

La continua ascesa del costo del denaro ha colto in contropiede diversi operatori di private capital, in particolare private equity, che stanno cominciando ad avere difficoltà sia nella raccolta sia nel concludere

operazioni sia in acquisto sia in vendita. Con la conseguenza che sono scese sia le valutazioni alla base dei deal sia il controvalore delle exit e quindi, in ultima analisi, sono calati i rendimenti. Così, per cercare di tenere botta, i fondi si stanno ingegnando nello strutturare in maniera adeguata i deal, riducendo il ricorso alla leva tradizionale e trovando altre formule, in un difficile equilibrio che metta

do acquirenti e venditori.

A versare sabbia in quello che finora è stato un ingranaggio perfetto è stato il **rialzo continuo dei tassi di interesse**. Tendenza che peraltro aveva preso le mosse già a metà del 2022 in risposta alla fiammata inflazionistica conseguente all'esplosione dei prezzi dell'energia innescata dalla guerra in Ucraina, e alla successiva restrizione monetaria attuata da tutte le principali banche centrali del mondo, Fed e Bce in testa. Ma le aspettative del mercato a inizio anno erano orientate su un progressivo allentamento nell'estate in corso. Cosa che non è avvenuta. La retorica delle banche centrali ha continuato a segnalare un atteggiamento restrittivo, così l'**euribor** si è mantenuto su una ripida traiettoria ascendente che ha portato il tasso a tre mesi vicino al **3,6%**. E a chi non lo ritiene un livello altissimo andrebbe ricordato che il massimo storico è stato il 5,4%, raggiunto nel settembre 2008, i giorni del crack di Lehman Brothers.

## **M&A inceppato**

Il 2022 è stato un anno record per il private equity italiano, nonostante la guerra Russia-Ucraina, inflazione, prezzi delle materie prime alle stelle e difficoltà di gestione delle supply chain, che hanno pesato sull'attività di m&a a livello internazionale. Come evidenziato dal **Report Private Equity 2022 di BeBeez** (disponibile agli **abbonati di BeBeez News Premium e BeBeez Private Data**) lo scorso anno sono state condotte **549** operazioni complessive tra investimenti e disinvestimenti con protagoniste aziende italiane dalle 497 operazioni mappate a fine 2021 e dalle 360 del 2020. Anche in termini di valore degli investimenti il 2022 è stato il **miglior anno di sempre** con ben **23,6 miliardi di euro**, in **aumento del 61%** dal precedente record di 14,7 miliardi investiti nel 2021, secondo i dati **Aifi-PwC**. I dati hanno evidenziato anche un **boom nel valore dei disinvestimenti**, con un +63% a **4,4 miliardi di euro** (da 2,7 miliardi), spalmati su 117 dismissioni, e una leggera crescita della **raccolta** (+3%) che si è attestata a **5,9 miliardi** dai 5,73 miliardi del 2021, livelli in entrambi gli anni molto più elevati dei 2,6 miliardi raccolti nel 2020 (si veda **altro articolo di BeBeez**).

Nella prima parte del 2023 le cose sono comunque andate ancora bene, con 212 operazioni mappate nel **Report Private Equity 5 mesi 2023 di BeBeez**. Una cifra che si colloca poco sotto alla metà di quella dell'intero 2022 e che quindi in proporzione potrebbe portare il 2023 a chiudere poco sotto il dato dell'anno scorso (si veda **articolo di BeBeez**). E infatti in Italia sono stati proprio i fondi di private equity a supportare le statistiche dell'm&a. **EY** e **KPMG**, nei loro report sul mercato pubblicati nelle scorse settimane hanno infatti indicato entrambi un **calo marcato nel valore delle operazioni** (**-62% a 13 miliardi di euro per KPMG e -33,5% a 25 miliardi per EY**) e una **diminuzione più contenuta in termini di numero (-14% per entrambe)**. Segnalando entrambe che c'è stato un contributo importante da parte degli operatori di private equity. In particolare EY alloca al private capital ben 21 dei 25 miliardi di operazioni dei primi sei mesi del 2023. Peraltro i fondi hanno lavorato molto sul fronte degli **add-on** e quindi su aziende di piccole e medie dimensioni, con la conseguenza quindi che l'attività si è mantenuta a un ritmo ancora abbastanza elevato almeno sul fronte del numero di deal. Un concetto, questo, che emerge anche dall'ultimo report di **PwC**, che ha mappato operazioni annunciate in Italia da fondi di private equity in aumento del 21,6%, sottolineando comunque a sua volta che mancano deal di grandi dimensioni, più difficili da finanziare (si veda **altro articolo di BeBeez**).

Eppure, diversi operatori di mercato, tra investitori istituzionali, general partner e consulenti segnalano che il meccanismo che ha funzionato a pieni giri negli ultimi due anni ora anche in Italia mostra **segni di inceppamento**, sia sul versante della raccolta sia su quello degli investimenti.

“In tutte le categorie di fondi di investimento alternativi, a eccezione di quelli di private debt, cominciano a manifestarsi rallentamenti nella raccolta”, segnala **Stefano Roncoroni**, partner e specialista di private equity presso lo studio legale milanese **Gitti and Partner**.

Ma anche gli investimenti vanno come detto molto meno spediti. Segno che sono stati i mega-deal i primi a rarefarsi. “Una congiuntura più difficile tende a favorire gli add-on, perché aziende più piccole e meno strutturate sono incentivate a entrare in gruppi più grandi che possono portare sinergie di costo e maggiore forza sul mercato”, spiega **Andrea Mazzaferro**, partner dell’investitore elvetico **Capital Dynamics**, che sottolinea infatti che “il rallentamento ha avuto inizio nel terzo trimestre del 2022, soprattutto sulle grandi operazioni”, conferma. Queste ultime sono infatti finanziate facendo pesante ricorso al debito, i cui costi sono raddoppiati negli ultimi 12 mesi rendendo difficile non solo finanziare le nuove operazioni, ma persino rifinanziare quelle effettuate alcuni anni fa, a giudicare dall’andamento degli spread delle ultime grandi emissioni di bond.

### **Alla ricerca di soluzioni, quindi deal più complessi**

“Rispetto agli ultimi anni, i mega deal sono sensibilmente diminuiti mentre per le altre classi di operazioni i tempi di conclusione si sono allungati mediamente di qualche mese”, segnala **Federico Bal**, partner specialista di private equity della law firm milanese **Gattai Minoli & Partners**. Il motivo è che di pari passo con la generale incertezza sta aumentando la complessità dei deal.

“Negli ultimi tre mesi si sono moltiplicati i casi di operazioni in cui i fondi richiedono **vendor loan o earn out**”, aggiunge ancora Roncoroni, il quale segnala inoltre che alcuni fondi stanno rinegoziando con le banche i covenant sui prestiti contratti su precedenti operazioni. Tutti accorgimenti che consentono ai fondi di ridurre l’impiego di capitale, salvaguardando la potenza di fuoco a disposizione per ulteriori operazioni, ma che richiedono lunghe negoziazioni, poi da tradurre su carta in articolati contratti, anche perché “il vendor loan consente al fondo di utilizzare lo stesso come collaterale a garanzia degli obblighi di indennizzo assunti dal venditore”, aggiunge Bal.

Ma le cose si stanno facendo complicate anche per i deal sulle pmi e per gli add-on. E’ prassi comune negli add-on che il venditore dell’azienda target reinvesta parte dei proventi della cessione in una quota di minoranza della holding acquirente soprattutto per allineare i suoi interessi a quelli del gruppo (si veda l’inchiesta di copertina di **BeBeez Magazine n.8 del 10 giugno**). Ma appunto ora pare che i fondi si stiano spingendo un po’ troppo in là con le richieste. Racconta il partner di uno studio legale: “A un imprenditore che sto assistendo nell’add-on sulla sua azienda è stato richiesto di reinvestire nella holding il 45% del prezzo di vendita”. Risultato: l’operazione si è bloccata. Ora le negoziazioni vertono su come rendere più appetibile per il venditore la richiesta del fondo, con un mix di vendor loan e di earn out.

In ogni caso, resta vero che gli add-on si stanno rivelando per i fondi una sorta di porto sicuro in cui si in una fase di turbolenza, e per diversi motivi. Anzitutto i fondi di private debt si stanno

dimostrando un canale affidabile di finanziamento. Inoltre, in una congiuntura incerta “con le operazioni di buy and build i fondi, tramite aggregazioni successive, creano un gruppo dimensionalmente più competitivo in grado di favorire una redditizia way out, anche per effetto dell’arbitraggio sui multipli di valutazione che si riescono a ottenere in tali contesti”, spiega ancora Bal di Gattai Minoli.

### Riallocazione dei portafogli

Il mix di inflazione e caro tassi di interesse ovviamente si è ripercosso sui mercati degli asset quotati, tra l’altro con una rara correlazione positiva tra bond e azioni e questo non è stato privo di conseguenze per i private market, soprattutto il private equity. Sebbene infatti la decorrelazione rispetto ai mercati sia tra i punti di forza del private capital, quest’ultimo non è del tutto insensibile a quanto succede nelle borse. “Si sta producendo il cosiddetto denominator effect”, spiega il responsabile investimenti alternativi presso una delle più importanti casse professionali italiane, che aggiunge: “La riduzione di valore del portafoglio investito in asset quotati porta il peso di quelli non quotati sul patrimonio complessivo a eccedere quelle che sono le indicazioni dell’asset allocation strategica”. Il che porta non solo a ridurre i nuovi investimenti in quote di fondi alternativi, ma anche a cedere parte di quelli già in portafoglio per esempio a investitori sul **mercato secondario**.

Una conferma indiretta viene dal successo nuovo fondo paneuropeo di secondary private equity di **Golding Capital Partners** che ha siglato il primo closing a 172 milioni di euro contro un obiettivo di 150 milioni (si veda [qui l’intervista alla country head per l’Italia Laura Tardino su BeBeez Magazine n. 9 del 24 giugno](#)).

### Rendimenti in calo

Ma non è questo il solo effetto sulla raccolta indotto dal decollo dei tassi. “Valutazioni in calo a causa della congiuntura e quindi exit più difficoltose aumentano il rischio di realizzi a notevole sconto, soprattutto se sta scadendo il termine del fondo. Ciò comprime il rendimento del portafoglio in misura tale da indurre i limited partners a ridurre i nuovi investimenti in private equity, magari a beneficio di altre asset class come il private debt che sta risentendo meno di questo effetto”, spiega ancora Roncoroni.

Il calo dei rendimenti è già ben visibile dalle statistiche. Come evidenziato dalla tabella in queste pagine, i dati di **PitchBook** mostrano che storicamente la performance dei fondi di private equity aveva raggiunto un picco nel 2021. Tuttavia, a causa del deterioramento delle condizioni macroeconomiche, la performance dei fondi di private equity è diminuita nel 2022, tanto che le performance a un anno a oggi sono negative e cioè -1,16% a livello globale e -0,58% a livello europeo. Le cose però in qualche modo stanno migliorando, visto che gli ultimi due trimestri sono invece in positivo con un 2,33% nel quarto trimestre 2022 e 1,27% nel primo trimestre 2023 a livello globale (e, rispettivamente, 6,2% e 3,8% in Europa).

## RENDIMENTI DEI FONDI A CONFRONTO (GROSS POOLED IRR BY HORIZON)

al 31 dicembre 2022 mondo

Strategy	Q1 2023*	Q4 2022	1-year	3-year	5-year	10-year	15-year	20-year
Private capital	1,33%	1,76%	0,70%	17,06%	14,67%	13,68%	10,26%	12,14%
Private equity	1,27%	2,33%	-1,16%	20,65%	17,77%	16,26%	11,75%	14,60%

al 31 dicembre 2021 mondo

Strategy	Q1 2022*	Q4 2021	1-year	3-year	5-year	10-year	15-year	20-year
Private capital	2,45%	6,94%	37,65%	20,93%	17,77%	14,86%	11,48%	12,33%
Private equity	1,56%	7,73%	46,62%	27,40%	22,50%	17,64%	13,28%	14,72%

al 31 dicembre 2022 Europa

Strategy	Q1 2023*	Q4 2022	1-year	3-year	5-year	10-year	15-year	20-year
Private capital	3,53%	5,71%	1,74%	14,61%	14,04%	12,43%	8,64%	11,47%
Private equity	3,28%	6,10%	-0,58%	19,38%	18,10%	14,61%	9,47%	13,69%

al 31 dicembre 2021 Europa

Strategy	Q4 2021	1-year	3-year	5-year	10-year	15-year	20-year
Private capital	7,60%	29,91%	18,65%	17,34%	13,58%	10,03%	12,21%
Private equity	8,49%	45,71%	28,04%	24,18%	16,02%	11,37%	14,51%

Fonte: PitchBook

## Fundraising più complicato

Nel **Private Equity Midyear Report di Bain & Company** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)) viene evidenziato che la **raccolta complessiva dei fondi di private capital** nei primi sei mesi del 2023 è scesa a soli **517 miliardi di dollari**, con un calo del 35% rispetto allo stesso periodo del 2022. Su base annualizzata, la raccolta di capitali privati a livello globale tende a diminuire del 28% in termini di valore e del 43% in termini di numero di fondi chiusi rispetto all'intero anno 2022. Ma attenzione, il peggio potrebbe ancora arrivare, avvertono gli analisti di Bain&Co, perché i dati sulla raccolta di fondi sono un indicatore ritardato che potrebbe far sembrare l'ambiente attuale migliore di quello che i gestori dei fondi stanno effettivamente vivendo in questi mesi. Questo perché alcuni fondi che chiudono oggi la raccolta sono stati lanciati (e impegnati) in circostanze molto migliori nel 2021 o 2022.

Un indicatore più lungimirante è invece l'attuale **livello di domanda e offerta**. Secondo **Prequin**, oggi sono in circolazione 13.931 fondi per un totale di 3.300 miliardi di dollari di ricerca di nuovi capitali. Tuttavia, in base ai risultati del primo semestre, saranno disponibili solo circa 1.000 miliardi di dollari di allocazioni da parte degli investitori. In parole povere, **per ogni 3 dollari di domanda attuale sul mercato è disponibile soltanto un dollaro di offerta**.

Tutti questi sviluppi certo non favoriscono i piani di quei gestori, anche di provata e collaudata esperienza, che sono attualmente in raccolta di nuovi veicoli di investimento in private equity. Si va dalla stessa Capital Dynamics, che a marzo ha lanciato un fondo private equity da 300 milioni di euro, a **Xenon**, che intende avviare nella seconda metà del 2023 la raccolta dell'ottavo fondo con un obiettivo di 400 milioni, ma dalla quale era atteso l'annuncio, ancora non arrivato, del raggiungimento del target di raccolta, a 120 milioni, del fondo **Impact**, focalizzato su aziende specializzate nell'economia circolare (si veda [altro articolo di BeBeez Magazine](#)). Nel frattempo **Quadrivio** ha lanciato lo scorso febbraio la raccolta del fondo private equity **Made in Italy 2**, come il primo focalizzato su fashion, design, cosmetica e agroalimentare, il cui target di raccolta finale è 500 milioni di euro. Stando a quanto dichiarato all'epoca del lancio a fine marzo dal ceo e co-fondatore di Quadrivio, **Walter Ricciotti**, il primo closing era previsto poco prima dell'estate (si veda [articolo di BeBeez](#)) ma poi non sono più giunte notizie in merito. Nel frattempo **Progressio**, per il suo quarto

fondo con target finale a **300 milioni di euro** e **hard cap a 350 milioni**, lanciato a fine febbraio, a sua volta aveva previsto un primo closing a 120 milioni entro l'estate (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

## Iscriviti alle nostre Newsletter

Iscriviti alle newsletter di BeBeez

ISCRIVITI

### Post Precedente

**Perché la febbre tassi non fa un baffo al private debt**

### Post Successivo

**Masi Agricola, revoca dal cda per Arianna Roberta Alessi (moglie di Renzo Rosso) e Lorenzo Tersì, espressione di Red Circle Investments**

### Related Posts

**Il pollo fritto di KFC chiude il 2022 con un balzo dei ricavi a 114 mln euro (+70%) e punta a 143 mln quest'anno**

🕒 10 Maggio 2023

**Rês e reinas, artisti sardi da riscoprire**

🕒 16 Aprile 2023

PRIVATE CAPITAL NEL MONDO

**Notizie da: Hidden River Strategic Capital, Peakview Capital, Calera Capital, Goldman Sachs, Blackstone Strategic Partners, TPG, Portfolio Advisors, Bain Capital Private Equity**

🕒 19 Giugno 2023