

Nel private equity c'è davvero un rischio Ponzi? Parlano esperti, reti, banche e associazioni

L'accostamento, fatto di recente da due pesi massimi dell'asset management, ha fatto fare un sussulto a tutta l'industria. E non lascia indifferenti neanche reti di cf e banche private. Citywire Italia ha cercato di capire come stanno realmente le cose.

DI FRANCESCO COLAMARTINO

Schema Ponzi e private equity: un accostamento che ha fatto fare un sussulto a tutta l'industria dell'asset management, soprattutto se pronunciato da due pesi massimi del settore, come il chief investment officer di **Amundi**, **Vincent Mortier**, e **Mikkel Svenstrup**, cio del fondo pensione danese **Atp**.

E il tema non può lasciare indifferenti **banche private** e **reti di consulenza finanziaria**, che negli ultimi anni, caratterizzati da una ricerca complicata di rendimento, hanno premuto l'acceleratore sui private market.

Le affermazioni di Mortier e Svenstrup

Il primo a mettere in guardia sul rischio che certo private equity possa celare meccanismi da schema Ponzi è stato Mortier (in foto sotto), il quale ha puntato il dito contro l'aumento delle **società di private equity che si vendono a vicenda le compagnie in portafoglio**. Ha, inoltre, evidenziato la **natura opaca dei mercati privati**, che può rendere difficile la comprensione del valore reale degli asset. "Si sa che si può vendere una società a un'altra società di private equity per

20 o 30 volte gli utili di quella società. Ecco perché si può parlare di schema Ponzi”, ha detto, aggiungendo che **ci saranno indubbiamente delle vittime**, ma forse non prima di quattro o cinque anni.



Il timore di Mortier è che, alla fine, non ci sarà più nessuno disposto ad acquistare attività a prezzi eccessivi, con conseguenti scarsi rendimenti, o addirittura perdite, per gli investitori e potenzialmente fallimenti di società. Anche perché **l'era del denaro a buon mercato e delle valutazioni crescenti è finita** e molte società di private equity dovranno svalutare le attività, se non l'hanno già fatto. E le stesse banche, oggi, sono meno disposte a partecipare a operazioni con alta leva finanziaria.

Ad andare ancora più nel dettaglio è stato Svenstrup, che ha circoscritto il rischio alla proliferazione dei **“continuation fund”**, che consentono ai general partner di spostare uno o più asset in un altro fondo, che però fa sempre capo allo stesso general partner.

I pareri degli esperti

“Oggi i continuation fund valgono circa la metà di tutto il mercato secondario del private equity”, spiega a *Citywire Italia* **Massimiliano Saccone** (foto sotto), fondatore e ceo di **Xtal Strategies**, “gli investitori, ovvero i limited partner, però, non pagano un general partner per passarsi gli asset da un fondo all'altro. L'acquirente, e qui è il nodo, non è una controparte terza, che punterebbe a spuntare il prezzo migliore”.



È proprio nel segmento dei continuation fund che può emergere un problema di valutazione e di **conflitto d'interessi**. “Il prezzo del primo e del secondo fondo lo fa sempre il general partner e questo, anche se c'è un advisor indipendente, può sollevare dubbi sulla valutazione”, prosegue Saccone, “di solito, però, i limited partner possono scegliere se entrare o meno nel secondo fondo. Se non vi entrano, scende in campo anche un fondo di secondario. E quest'ultimo può liquidare la

quota ai limited partner, al prezzo della transazione di mercato”.

Insomma, nei fondi di questo tipo la valutazione degli asset rimane sempre “sulla carta” e può essere tenuta artificialmente elevata, rimandando nel tempo la “resa dei conti” con il mercato. “Ed è qui che la dinamica si avvicina a quella dello schema Ponzi, pur non sovrapponendosi”, aggiunge Saccone, “nello schema Ponzi, infatti, una persona prende soldi da un'altra persona e la ripaga con i soldi di una terza persona che arriva successivamente nella rete. La differenza è che, a un certo punto, nello schema Ponzi i soldi spariscono, mentre nei continuation fund degli asset reali dietro

ci sono". Insomma, per Saccone il punto di caduta nel private equity non può che essere il ritorno alla consapevolezza del predominio della cassa, insieme a quella che i paper gain valgono fino ad un certo punto e che il mark to market, per quanto doloroso, è un elemento critico di decisione sui rendimenti conseguibili oggi e attesi domani. "E lì si vede chi rimane con il cerino in mano e chi no".

Anche **Stefano Caselli**, dean della **Sda Bocconi School of Management** e tra le voci più autorevoli nell'ambito dei private market, ritiene che sia esagerato parlare di schema Ponzi, perché nel private equity c'è un sottostante reale. "Il mercato, negli ultimi anni, si è concentrato molto sugli illiquidi, perché la liquidità sta crescendo in modo incredibile e i rendimenti dei bond sono stati vicino a zero o, addirittura, sottozero. Oggi, però, i tassi d'interesse stanno tornando alla normalità e questo **allenta la pressione su consulenti finanziari e private banker a proporre asset illiquidi alla clientela**". Con tassi uguali a zero, insomma, la tendenza sarebbe stata una valanga di liquidità sul private equity, mentre ora gli investitori tornano a comporre i portafogli in maniera più equilibrata. "Questo fa bene all'industria, perché sgonfia i rischi di bolla".

Per Caselli, di certo, **l'illiquido non può diventare "mass market"**, perché i costi di impacchettamento riducono molto il rendimento. Il cliente retail dovrebbe comprare un fondo di fondi, ma a quel punto pagherebbe due volte le commissioni. "Sotto una soglia minima di sottoscrizione di 100.000 euro, a mio avviso non può esserci vero private equity".

"Che nel private equity ci siano rischi di sopravvalutazione è fuori discussione, proprio perché c'è tanta liquidità", prosegue Caselli, "nel mutato scenario di mercato, però, ci sarà una maggiore distinzione tra i più bravi e i meno bravi ed emergerà di più la qualità. I continuation possono avere il rischio di far girare il cerino, però qui entra in ballo la reputazione dei general partner. E poi, ora, ci sono dei meccanismi più evoluti di governance".

La voce delle associazioni

Per un'associazione come **Aifi**, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, quello di Mortier e Svenstrup è un attacco grave, perché si ventila l'ipotesi di una truffa.

"I fondi di private equity, invece, attuano una politica di diversificazione del rischio. In Italia, i tassi di default del PE sono bassissimi e risalgono al 2008-2009, al più al 2011, per via soprattutto di fattori esogeni, come la crisi dei mutui subprime", spiega **Eugenio Morpurgo** (in foto sotto), consigliere Aifi, a.d. e socio fondatore di **Fineurop Soditic**.



Per Morpurgo, il PE in Italia è stato responsabile, operando aumenti di capitale quando necessario e fungendo, così, da ammortizzatore per l'economia reale italiana. Nell'ultimo triennio, la capacità di fuoco del PE è aumentata a sostegno dell'economia. Nel 2022, sono stati fatti 441 investimenti nel PE su un totale di 1.200 operazioni di M&A. Di queste operazioni di PE, il 47% è stato di add on.

“Ormai anche la leva finanziaria nella media azienda italiana è moderata e il PE sta contribuendo in Italia al consolidamento di settori industriali frammentati. Che il mercato vada bene o male, il PE compra e contribuisce alla creazione di acquirenti seriali, aumentando la pattuglia ben più della Borsa”, aggiunge il consigliere di Aifi, “i secondary buyout sono da sempre una discreta valvola di uscita per i fondi di PE. I continuation fund, dal canto loro, non possono essere soluzioni stabili, ma temporanee, per preservare il valore anche dopo la scadenza del fondo e in attesa di tempi migliori”.

A rassicurare il mondo del private banking è lo stesso presidente di **Aipb, Andrea Ragaini** (foto sotto), che ricorda come il peso dei private market nei portafogli del cliente private medio, sebbene sia cresciuto negli anni, è oggi di circa lo 0,62%, in un contesto di elevata diversificazione, perciò i potenziali rischi sono molto limitati. “Inoltre, i professionisti del nostro settore sono tenuti al rispetto di elevati standard informativi, di trasparenza e, più in generale, di serietà verso la clientela. Naturalmente, nel caso vi siano stati comportamenti scorretti, la loro verifica sarà oggetto delle autorità competenti”.



Ma perché gli investitori privati e istituzionali, come i fondi pensione, stanno convergendo verso il private equity? Secondo una recente indagine effettuata dall'associazione Caia su un campione significativo di investitori nei mercati privati, le principali motivazioni sono la diversificazione, una minore volatilità e una maggiore resilienza in caso di drawdown. “L'investitore retail non può quindi investire avendo come obiettivo unico il rendimento ma

deve considerare i risk-adjusted return in un'ottica di lungo termine. La grande opportunità sta nell'educare i professionisti che promuovono questi tipi di strumenti. Si aggiunga la necessità di confrontarsi con maggiore trasparenza sui rischi e sulle opportunità che abbiamo di fronte in modo più realistico e assolutamente meno commerciale”, aggiunge **Laura Merlini**, managing director Emea per **Caia Association**.

Il parere di banche, reti ed sgr

Dal mondo delle reti di consulenza finanziaria e delle banche private arrivano, però, suggestioni in chiaroscuro sul tema sollevato da Mortier e Svenstrup.

“Quando abbiamo letto questi titoli abbiamo pensato si volesse fare un po' di sensazionalismo, perché non ci sono dietro dinamiche da schema Ponzi. Si può parlare di valutazioni eccessive, ma non di una pratica fraudolenta come lo schema Ponzi”, afferma **Marco Castagna**, specialist sugli investimenti alternativi di **Banca Aletti**, la private bank del gruppo Banco Bpm.

“Recentemente, è vero, sono sorte preoccupazioni, perché negli ultimi tempi sono esplose le valutazioni dei mercati azionari, quotati e privati. Alcuni fondi di PE hanno beneficiato di questa espansione dei multipli e alcune società sono passate di fondo in fondo con prezzi via via superiori.

L'investitore, giustamente, si chiede: è stato creato valore o i fondi hanno semplicemente sfruttato questa espansione dei multipli? Al più è questo il meccanismo che può ricordare uno schema piramidale”.

“Quando i multipli, come ora, sono destinati a contrarsi, l'investitore registrerà una perdita? La risposta non risiede genericamente nell'industria del private equity, ma dipende dalla selezione delle singole strategie. Ad esempio, i fondi aperti semi-liquidi hanno una maggiore esigenza di creare liquidità e, quindi, sono più interessati ad alimentare queste vendite a catena. In generale è essenziale capire quanto dei passati rendimenti deriva dall'espansione delle valutazioni e quanto dalla reale creazione di valore nelle singole società che un asset manager ha acquisito in portafoglio”.

La fund selection accurata può fare chiarezza. È importante valutare, oltre ai rendimenti, anche l'exit strategy. Se il 100% delle transazioni di un fondo è stato fatto con altri fondi, allora c'è un campanello d'allarme.

Anche per **Marco Bernardeschi** (foto sotto), head of investment advisory di **Banca Ifigest**, il rischio bolla c'è, sebbene chiamarlo schema Ponzi è forse esagerato. Ed è vero che ci sono passaggi di mano di aziende tra fondi, a multipli via via crescenti.



“Quando si restringono le politiche monetarie, il prezzo attuale di un investimento futuro diminuisce. Le valutazioni che si sono viste fino all'anno scorso sono ormai un sogno. Inoltre, anche spac e fondi di venture capital sono in battuta d'arresto, in un contesto in cui le stesse ipo rallentano. Per questo potrebbe non esserci altra soluzione di un continuation fund. Ma oggi i nodi vengono al pettine, perché fare valutazioni mark to market di questi

strumenti sarebbe un bagno di sangue. Il fenomeno replica, con una magnitudo per fortuna ben minore, quello che è successo nel settore immobiliare nel 2008”.

“Tanti fondi chiusi in Italia non hanno investito solo sull'equity, ma anche sul credito. Questi prodotti, negli ultimi anni, sono stati cartolarizzati con una faciloneria eccessiva e venivano dati in outsourcing a società con scarsa competenza nel valutarne il rischio. **I margini upfront che questi strumenti davano a banche e reti in un periodo di tassi a zero erano fantastici**, parlo di 4-5 punti percentuali di marginalità, perché erano investimenti con profili di rischio molto elevato. Ne hanno fatto ampio uso anche gli investitori istituzionali. Non dimentichiamoci, inoltre, che le startup innovative sono proliferate negli ultimi anni, per poi registrare una raffica di ribassi o default. E i fondi di venture capital hanno la pancia piena di questi asset”, conclude Bernardeschi.

“Sono fiduciosa sulla tenuta del settore degli investimenti alternativi per la loro minore volatilità rispetto ad altre asset class in una fase di rallentamento dell'economia e con tassi in rialzo”, dice **Silvana Chilelli**, ceo di **Eurizon Capital Real Asset Sgr**, la quale non si mostra preoccupata di fronte alle incertezze che stanno dominando i mercati. “Investire nell'economia reale continua a

essere una garanzia di minore volatilità. Oggi ci troviamo ad operare in un sistema a tassi più elevati e a prezzi in discesa sui mercati obbligazionari. C'è un rallentamento nelle transazioni, ma la liquidità è ancora abbondante. Ci aspettiamo di crescere ancora e di continuare a investire in queste asset class".

Secondo **Davide Elli** (foto in basso), chief investment officer for multimanager and alternative investments di **Fideuram Am Sgr**, "accedere alle opportunità sui mercati non quotati richiede la



capacità di intercettare aziende di qualità e di accompagnarle verso un progetto di crescita. Le società quotate hanno il vantaggio della liquidità e dell'accessibilità. Tuttavia, devono guardare maggiormente ai risultati di breve termine. Inoltre, il mercato ovviamente è soggetto a forze esogene che ne fanno oscillare i prezzi rispetto al loro valore intrinseco. Nei

mercati privati, invece, c'è la possibilità di poter pianificare a medio-lungo termine".