



Il nuovo regolamento del mercato dei veicoli di investimento di Borsa Italiana, che vincola il prezzo al Nav, sta suscitando l'interesse del private capital. Se fosse questa la strada per far sposare fondi pensione e grandi patrimoni con l'economia reale?

di massimo gaia

M

Montagne di liquidità si muovono a caccia di rendimenti. Eserciti di piccole e medie imprese cercano finanziamenti, che le banche non sono più in grado di assicurare per via della stretta ai requisiti patrimoniali imposta dalle autorità di vigilanza. Creare un ponte tra investitori ed economia reale è la pietra filosofale del terzo millennio. Una strada per creare un ambiente favorevole al matrimonio tra capitali istituzionali e grandi patrimoni, da una parte, e imprese, dall'altra, passa dalla quotazione di veicoli d'investimento, che coniughino misurabilità del rischio e liquidabilità dell'asset, fondamentali per gli investitori, e flessibilità nella gestione del portafoglio, cruciale per i gestori dei fondi. Detto così sembrerebbe fin troppo facile. La pratica insegna che trasferire l'approccio di private equity e venture capital su mercati finanziari regolamentati è complicato. Ma, soprattutto, c'è il nodo legato allo sconto sul Nav: perché, si chiedono i promotori dei fondi, devo accettare che il mercato valuti meno un portafoglio di partecipazioni?

Per ovviare al problema dello sconto sul Nav e dare vita a un mercato dei veicoli d'investimento che funga da *trait d'union* tra capitali e imprese, Borsa Italiana a inizio giugno ha rivisto il regolamento del Miv (market for investment vehicles) in modo da renderlo più attraente per i promotori dei fondi. In sintesi, il prezzo sul Miv si forma all'interno di bande di oscillazione correlate al valore degli asset.

Al tema dei fondi di investimento alternativi (Fia) è stato dedicato un convegno, che si è tenuto nella sede di Borsa Italiana il 4 settembre scorso, occasione per misurare il livello di interesse di investitori e gestori. E il riscontro è stato più che positivo.

OLTRE VENTI SOGGETTI BUSSANO ALLE PORTE DI PALAZZO MEZZANOTTE

Come abbiamo raccontato su [Financecommunity.it](https://www.financecommunity.it), ci sono oltre venti soggetti che hanno mosso passi concreti con Palazzo Mezzanotte per approdare sul Miv. Il primo ad arrivare a Piazza Affari dovrebbe essere Step Fund, promosso da **Gennaro Tesone**.

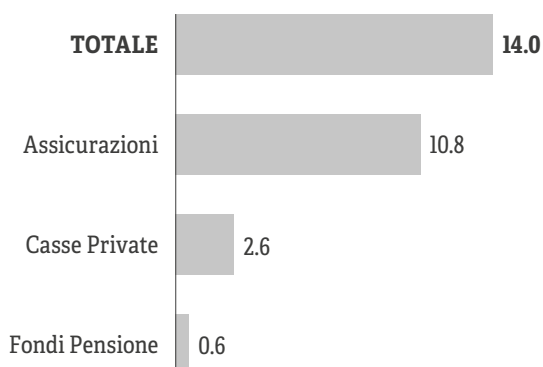
Ma ci sono almeno altri due veicoli che hanno imboccato la strada che porta alla quotazione. E la pipeline promette d'arricchirsi nelle prossime settimane.

Interpellato da MAG, **Novica Mrdovic Vianello**, general manager di Star Tech Ventures EuVECA, afferma che sta valutando la quotazione del fondo sul Miv. «Si tratterà di un fondo chiuso della durata di sette anni più uno». Star Tech Ventures EuVECA è uno dei quattro fondi di Avm Gestioni; si tratta di un fondo di venture capital Pir ed Eltif compliant, con un target di raccolta di 75 milioni, «focalizzato sull'innovazione e tecnologie (intelligenza artificiale, big data, robotica, IoT, fintech, insurtech, agtech, SaaS e cybersecurity), che investe nelle scaleup nella fase di crescita (growth stage)». Star Tech investirà almeno il 70% dei capitali in Italia.

E alle porte di Palazzo Mezzanotte bussa anche Phoenix, un Raif eterogestito che punta a quotarsi sul Miv nei primi mesi del 2020, per raccogliere 60 milioni da investire in società italiane in crisi. **Emmanuele Mastagni**, già partner di DGPA&Co, è il principale promotore dell'iniziativa. Mastagni, nel corso del convegno, ha spiegato di attendersi

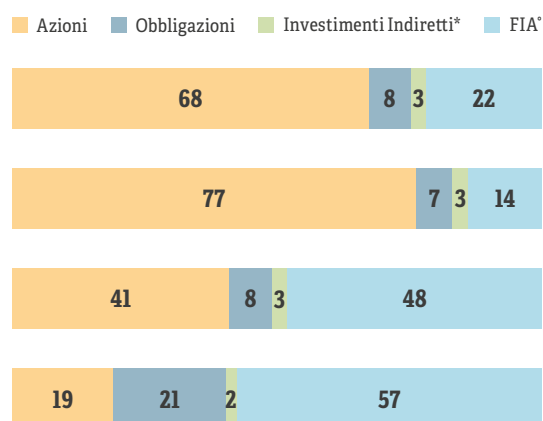
Investimenti in economia reale: dove siamo...

Investimenti nell'economia reale italiana[^]
(dati campionari. 2017) in miliardi di euro



in %
degli asset

**Composizione degli investimenti
in economia reale italiana (in %)**



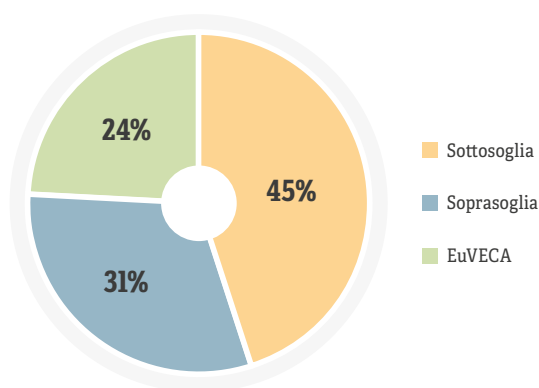
Fonte: stime Prometeia su dati Ania, Ivass, Eiopa, dati di bilancio

([^]) Investimenti in Italia al netto dei titoli di emittenti finanziari. Per i fondi pensione preesistenti, campione rappresentativo di ca. 75% del mercato.

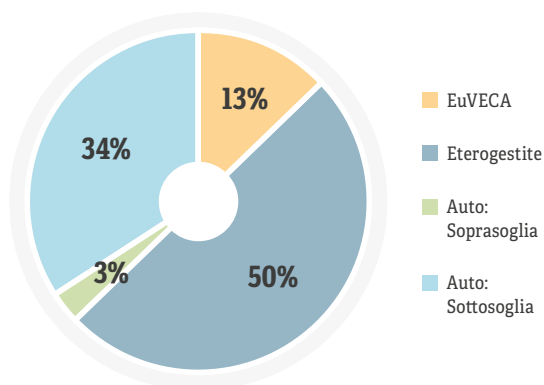
Per le Assicurazioni, dati relativi agli investimenti di classe C a valori di mercato. Per i titoli in gestione diretta e in GP, stime sui primi 50 titoli in portafoglio. FIA degli enti previdenziali comprensivo del commitment residuo; (*) stima dei titoli italiani non finanziari sottostanti i fondi comuni; (') PE, PD, Infrastrutturali

«una nuova stagione di crisi aziendali da agosto 2020», come conseguenza dell'entrata in vigore della nuova normativa, che impone a diversi soggetti di segnalare gli stati di crisi delle imprese. Mastagni spiega che «la quotazione dei Fia permette agli investitori che li partecipano di avere un titolo scambiato su un mercato regolamentato e, conseguentemente, una maggiore liquidità

SGR autorizzate 2015-09.2019



SICAF autorizzate 2015-09.2019



- 29 SGR che gestiscono FIA, 28 SICAF
- SGR sottosoglia per Private Equity/Venture Capital e Immobiliare
- Ricorso frequente alle SICAF eterogestite (15), prevalentemente immobiliari, gestite sia da operatori italiani che da GEFIA UE (gruppi esteri)
- Normativa UE: 11 EuVECA, no EuSEF. •3 FIA di credito a sostegno delle PMI (1 di natura «fintech»).



EMMANUELE MASTAGNI

dell'investimento rispetto all'alternativa di partecipare un fondo non quotato». Il meccanismo della correlazione del prezzo al Nav, secondo il partner di Dgpa, consente ai gestori di «concentrarsi maggiormente sulla massimizzazione della rendita degli investimenti effettuati e meno sull'aspetto legato al realizzo degli stessi».

Daniele Colantonio, partner di Anthilia Capital Partners, a MAG conferma l'interesse per il Miv: «Stiamo analizzando attentamente i requisiti di processo di quotazione dei veicoli, cercando di identificare quale tipo di strategia e di prodotto meglio si conformano a questa nuova modalità di sviluppo». Anthilia potrebbe portare a Piazza Affari diversi veicoli: «Storicamente lavoriamo su private debt e strategie su credito in generale. Lavoriamo sia sulla parte lunga della curva (private debt), sia sulla parte a brevissimo (invoice financing). Stiamo analizzando anche altre opportunità su green infrastructures e veicoli dedicati a settori specifici del tessuto produttivo italiano alla luce della nuova normativa bancaria legata agli utp».

Colantonio esprime il punto di vista di molti promotori di fondi rispetto al Miv: potrebbe essere il canale giusto per «avvicinare gli operatori di asset management e altri enti che hanno più difficoltà a gestire il processo di gestione di un Fia chiuso riservato. Il mercato ha bisogno di una pluralità di canali che possano conformarsi alle diverse esigenze del mondo istituzionale. Fondazioni, fondi pensione, assicurazioni e family office hanno caratteristiche e modalità di investimento diverse. Benvenuto l'ingresso di Borsa in questo contesto».

Mastagni si spinge oltre: «I Fia quotati sul Miv

potrebbero rappresentare il ponte ideale per collegare la liquidità dei grandi investitori all'economia reale italiana. La flessibilità dei fondi permette l'investimento in asset class illiquide, mentre la quotazione garantisce agli investitori istituzionali di partecipare un veicolo il cui titolo è quotato in un mercato regolamentato e il cui prezzo non si discosti eccessivamente dal valore del portafoglio».

Si unisce al coro dei Miv-entusiasti il venture capitalist **Stefano Peroncini**: «È un'opportunità straordinaria per far crescere l'ecosistema del venture capital italiano. Da sempre una delle criticità più rilevanti dei fondi italiani è la capacità di fare fund raising tra investitori istituzionali.



DANIELE COLANTONIO

Veicoli di investimento quotati su Borsa Italiana



Holding e Siq con tre anni di anzianità

Siq

6

Retail
1 STAR
1 estero
Capitalizzazione €9 mld



Fondi chiusi e altri veicoli di investimento

Fondi chiusi

15

Retail
Real Estate
Capitalizzazione €1.2 mld
Exp.: 2019/'20/'21/'22/'30



Fondi di sviluppo e società semplici

Spac

8

Retail
Investimenti equity in Pmi
Capitalizzazione €937 mln
Exp. 2019/2020

Veicoli di investimento speciali

4

Retail
1 FTSE MIB
1 estero
Capitalizzazione €15.7 mld

Holding

1

Retail
Investimenti equity in Pmi
Capitalizzazione €15 mln

Holding

3

Retail
1 startup innovativa
Capitalizzazione €123 mln

Veicoli di investimento standard

2

Retail
1 STAR
Capitalizzazione €1 mld

Fondi d'investimento alternativi

1

Professionale
Investimenti equity in Pmi
Capitalizzazione €151mln
PCV

Fondi d'investimento alternativi

1

Professionale
1 società quotata su Aim
Capitalizzazione €5 mln
PCV

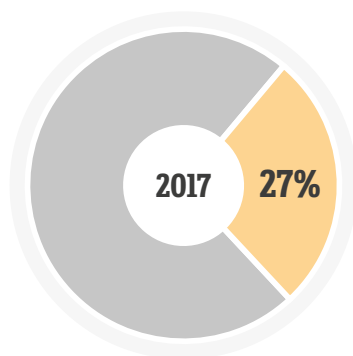
Fonte: Borsa Italiana, FactSet, Luglio 2019

(1) Siq con un NAV minimo di €200 mln o un rapporto NAV/NAV+aumento capitale >=0.3

Quota di investitori individuali e family office sulla raccolta di Private Equity dei soggetti privati

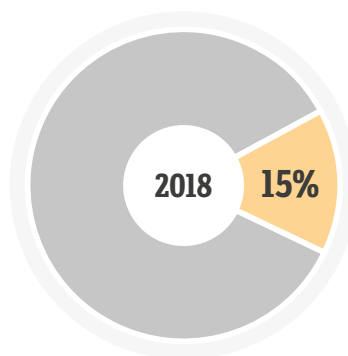
Gli «asset owner» italiani mostrano crescente interesse per gli investimenti in asset class alternative

Raccolta di Private Equity
920 mln €



Raccolta da investitori individuali
248 mln €

Raccolta di Private Equity
2.730 mln €



+70%

Raccolta da investitori individuali
420 mln €

Fonte: AIFI-PwC, BVCA, France Invest, AFIC

Uno strumento come il Miv ci consente di ampliare sensibilmente la platea di possibili investitori, contribuendo a rendere uno strumento di investimento illiquido, il fondo di private capital, uno strumento liquidabile grazie alla quotazione».

A LONDRA OLTRE 450 FONDI QUOTATI

Ma quali sono potenzialmente i numeri che potrebbero esprimere i Fia quotati? Il termine di paragone è il London Stock Exchange, gruppo a cui fa capo Borsa Italiana. Come ha illustrato **Patrizia Celia**, head of large caps, investment vehicles & market intelligence team, su Lse ci sono oltre 450 veicoli di investimento; 35 si sono quotati solo nel 2018, raccogliendo 2,8 miliardi di sterline. I fondi quotati su Lse capitalizzano circa 220 miliardi di dollari. E offrono agli investitori una gamma variegata di strategie. Giusto per fare qualche esempio, l'anno scorso si sono quotati Hipgnosis Songs Fund (focalizzato sulla gestione dei diritti di proprietà intellettuale in campo musicale), Gore Street Energy Storage Fund (stoccaggio di energia), SDCL Energy Efficiency Trust (dedicato all'efficientamento energetico) e Augmentum Fintech (investimenti early stage e later stage nel fintech).

«Si può replicare il meccanismo dei fondi chiusi, ricorrendo continuamente al mercato tramite

aumenti di capitale», sottolinea Celia. Nel 2019 i fondi chiusi quotati su Lse hanno già raccolto 4,4 miliardi di dollari. «Il mercato convive con gli sconti sul Nav, distingue, non si spaventa di fronte all'illiquidità degli asset», aggiunge la manager di Borsa Italiana.

Certo, il mercato londinese è maturo e rodato, mentre in Italia ci sono solo 42 veicoli di investimento quotati (Fia, spac, holding company, Siiq), che soffrono la rarefazione degli scambi tipica di un segmento di nicchia all'interno di una piazza marginale nel panorama internazionale.

Come già fatto su altri fronti – vedi soprattutto il successo per certi versi eclatante dell'Aim -,



STEFANO PERONCINI

Borsa Italiana cerca di semplificare al massimo procedure e criteri di ammissione: per approdare sul Miv, infatti, non serve uno sponsor e lo specialista è necessario solo per i fondi chiusi destinati al retail, la capitalizzazione minima è di 25 milioni per i Fia e 40 milioni per gli altri veicoli d'investimento. Il gruppo presieduto da **Andrea Sironi** e guidato dall'amministratore delegato **Raffaele Jerusalemi** ci tiene a sottolineare che lascia ai promotori «libertà di scegliere il prodotto che consente di perseguire la strategia di investimento», spiega Celia.

L'interesse di investitori e gestori è tanto, come si è visto. All'evento di Palazzo Mezzanotte erano presenti venture capitalist (forse i più pronti a gettarsi nella nuova avventura, per il meccanismo del Miv - che consente di raccogliere subito e avere tempo per investire e per la gestione del portafoglio, nonché di ricorrere ripetutamente al mercato), gestori di fondi di private equity e private debt, promotori di fondi immobiliari e di fondi dedicati all'acquisto di *non performing exposures*.

Ma l'impressione è che l'atteggiamento attuale sia *wait-and-see*. Un banco di prova è rappresentato dall'andamento borsistico di NB Aurora, che dal 3 giugno scorso è quotato con le nuove modalità (si veda l'intervista a **Patrizia Micucci**).

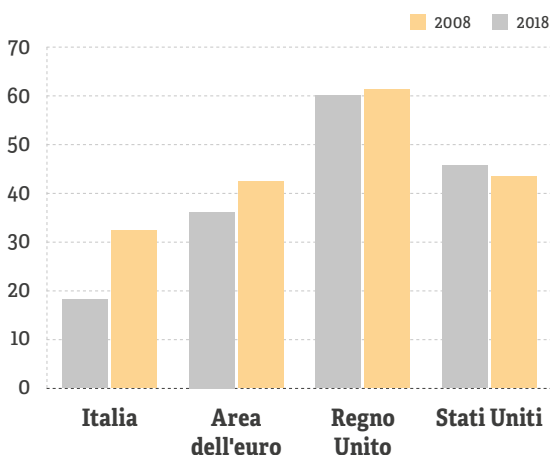


ANDREA SIRONI

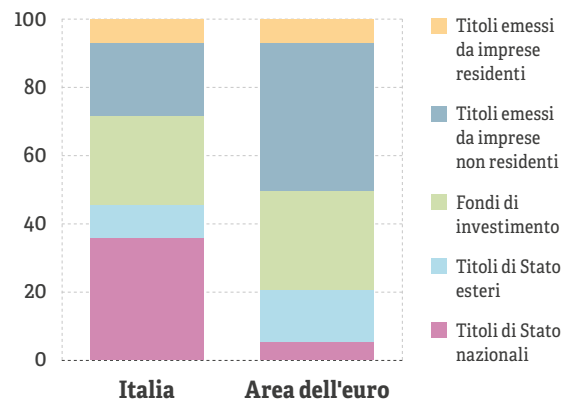
A proposito dell'ancoraggio del prezzo al Nav, **Giovanni Guazzarotti**, economista del servizio di stabilità finanziari della Banca d'Italia, ha lanciato un piccolo allarme: bene il tentativo di rendere meno volatili le quotazioni, ma «il prezzo deve essere integro ed effettivo, soprattutto nei momenti di stress dei mercati: i gestori devono essere dotati di strumenti per evitare che il prezzo non sia effettivo». Insomma, occhio a non creare meccanismi che droghino il mercato, lo rendano fasullo. A "mezza bocca" diversi fund manager dicono che

Il contributo del risparmio gestito al finanziamento dell'economia reale è contenuto

Quota del risparmio gestito nelle attività finanziarie



Principali attività finanziarie degli investitori istituzionali nel 2018



(1) Sono inclusi i fondi esteri detenuti da residenti. Valori percentuali. - (2) Sono escluse le gestioni patrimoniali; nei dati sull'area dell'euro è stata esclusa l'Italia. Valori percentuali.

Fonte: Banca d'Italia, BCE, OCSE, Federal Reserve.

il successo del mercato dei veicoli d'investimento dipenderà dal ruolo delle banche: sebbene le azioni siano acquistabili direttamente sulla piattaforma di Borsa, la realtà è che senza un ruolo attivo degli intermediari finanziari si corre il rischio di perseverare nel circolo vizioso di scambi rarefatti e volatilità eccessiva, ovvero ciò che spaventa gli investitori istituzionali.

Barbara Lunghi, head of primary markets Italy di Borsa Italiana, lo ha detto senza mezzi termini: «Abbiamo grandi ambizioni, ci auspichiamo di poter contribuire a risolvere il nodo della buyside sugli asset illiquidi».

GRANDI CAPITALI A CACCIA DI RENDIMENTI

Il convitato di pietra, quando si parla di canalizzare capitali verso investimenti alternativi (e quindi verso le imprese), sono fondi pensione, casse previdenziali, assicurazioni, fondazioni bancarie e grandi patrimoni privati. Riuscire ad accompagnare questi investitori verso gli asset alternativi rappresenterebbe la svolta, il game changer. Le condizioni ci sono: tassi a zero, rendimenti nulli sui bond sovrani, mercato immobiliare in fase di stallo. La ricerca del rendimento indica inevitabilmente la direzione degli alternativi. E un mercato quotato dei veicoli di investimento consente agli istituzionali di puntare su questa asset class ovviando ai nodi dell'illiquidità e della rischiosità eccessiva.

Prometeia Advisor Sim stima – basandosi su dati Ania, Ivass, Eiopa e sui bilanci – che fondi pensione, casse previdenziali e assicurazioni nel 2017 abbiano investito nell'economia reale 14 miliardi, ovvero l'1,6% degli asset. Di questi 14 miliardi, il 68% è stato destinato al mercato azionario, l'8% all'obbligazionario, il 3% a investimenti diretti e il 22% a Fia. Se i soli fondi pensione – che valgono il 10% del Pil e il 30% della capitalizzazione delle società quotate – si adeguassero alle percentuali di investimento in asset alternativi (private equity, private debt e infrastrutture) della media dei paesi europei, l'economia reale riceverebbe un'iniezione di diverse decine di miliardi.

Se ai fondi pensione si aggiungesse la potenza di fuoco di assicurazioni, fondazioni bancarie, family



office e private banking, è facile intuire che sui fondi di investimento, e dunque sulle imprese, si riverserebbe uno tsunami di denaro.

Possono i grandi capitali privati continuare a puntare su Btp e mattone? Sostanzialmente no, è la risposta di **Patrizia Misciattelli delle Ripe**, presidente di Aifo, l'associazione dei family office. Che, intervenendo in Borsa, ha parlato di «liquidità imbarazzante» in mano agli imprenditori che hanno venduto partecipazioni o intere aziende negli ultimi anni, e ha invitato a guardare a «investimenti meno tradizionali». Il Miv, secondo Misciattelli delle Ripe, è un buon punto di partenza, perché «la misurabilità del rischio diventa accessibilità agli strumenti».

Antonella Massari, segretario generale dell'Aipb, espone il punto di vista di un'industria che gestisce 817 miliardi. «Nonostante il momento di mercato sia favorevole a una crescita degli investimenti privati in Fia», dice Massari, «il loro peso risulta ancora troppo limitato (0,5%) rispetto al totale degli asset. Tra le barriere che ne ostacolano la crescita c'è certamente la soglia minima dei 500mila euro per l'accesso ai prodotti alternativi, che è troppo elevata». Secondo Massari, un abbassamento della soglia andrebbe accompagnato «a una consulenza evoluta, che porterebbe a una crescita del mercato. Il cliente deve accettare l'illiquidità del prodotto» e le istituzioni «devono favorire il finanziamento dell'economia reale».

In conclusione, il Miv potrebbe rappresentare il terreno adatto per far incontrare fondi alternativi e grandi capitali, la strada giusta per canalizzare il risparmio verso l'economia reale, in particolare verso l'innovazione. ■