

# Private equity: oltre al mercato primario, le opportunità del mercato secondario

Fenera & Partners Sgr guarda ai fondi di secondario, tramite *player* consistenti e affidabili, sia quale investitore sia con accordi esclusivi per il mercato italiano

di Emanuele Musso\*



Pag. 30



Pag. 31

[➔ \[Segue nelle pagine successive\]](#)

# Private equity: oltre al mercato primario, le opportunità del mercato secondario

Fenera & Partners Sgr guarda ai fondi di secondario, tramite *player* consistenti e affidabili, sia quale investitore sia con accordi esclusivi per il mercato italiano

di Emanuele Musso\*

Fenera & Partners Sgr nasce dall'esperienza ultra quindicennale maturata nella selezione di strumenti globali di private market dei suoi fondatori Giacomo Stratta e Pietro Mazza Midana. La società è specializzata nella gestione di asset illiquidi, sia tramite l'investimento indiretto in fondi internazionali di private capital, sia attraverso co investimenti diretti in realtà ad alto potenziale e rappresentative di strategie e settori innovativi. Con oltre 450 milioni di euro di asset e sette fondi gestiti, Fenera & Partners è attualmente in *fundraising* con tre FIA riservati, con strategie diversificate nel private equity internazionale (FPE II), nel private debt globale (FPD II) e con specifico focus sul mercato asiatico (Fenera Asian Opportunity I – FAO I).

Un anno a doppia velocità. Il 2020 ha portato alla luce sfide sanitarie ed economiche a livello globale, volatilità, ribassi vertiginosi per i principali mercati seguiti da fasi di recupero impressionanti e repentine. Crisi e opportunità di straordinaria portata si sono succedute negli ultimi mesi ad un ritmo e con accelerazioni mai viste prima. La seconda parte dell'anno ha visto il ritorno della fiducia di consumatori e investitori, man mano che individui e imprese hanno imparato a convivere con la "nuova normalità" imposta dalla pandemia in atto. Le prospettive per il 2021 sono incoraggianti, i dati macroeconomici si mantengono su livelli molto positivi in tutte le principali economie: le attese di crescita globale si attestano al 6% guidate dagli Stati Uniti, con una crescita reale del Pil che dovrebbe raggiungere il +6,5%. La Cina proietta un +8,5%, la vecchia Europa un +4,5% e i mercati emergenti attorno al +5,2%, in linea con l'insieme dei Paesi sviluppati. L'accelerazione del processo di vaccinazione, un po' in tutto il mondo sviluppato, ha riportato a progressive riaperture che, salvo inasprimento della variante Delta del Covid19, dovrebbero portare a una pressoché piena ripresa delle attività economiche tra il terzo e il quarto trimestre 2021. In questo contesto, complici anche il livello dei tassi e la correlata ricerca di rendimento da parte degli investitori al di fuori dei mercati tradizionali, deve essere letta la crescita sorprendente del private market, con il segmento del private equity che ha visto nel primo semestre 2021 il volume dei *deal* complessivamente cresciuto di oltre il 21%, anno su anno. Il mercato del private equity ha visto nel tempo una progressiva crescita dei volumi e dei gestori attivi, con Aum che si posizionano ora a circa 5 mila

miliardi di dollari e una significativa *dry powder* che può andare in soccorso alle aziende.

Ancor più sorprendente l'andamento del mercato secondario, che tipicamente trae vantaggio dalle inefficienze di mercato e dalle carenze di liquidità, con un'impennata di interesse che riporta alla mente la Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2008. Da allora però i volumi registrati si sono decuplicati, passando da 6/7 miliardi di dollari all'anno agli attuali oltre 100 miliardi di dollari, facendone un mercato a tutti gli effetti e uno strumento di diversificazione dei portafogli, con operatori persistenti e un afflusso di transazioni crescente. Si possono in ogni caso tracciare, per quanto possibile, alcune analogie tra la situazione contingente e il passato: oggi come allora, gruppi industriali, Hnwi, Family office e operatori privati ricercano soluzioni alla crisi di liquidità momentanea per far fronte ad altri investimenti, creando nuovamente le condizioni per cedere anche a forte sconto asset qualitativamente apprezzabili.

Gli asset manager del *secondary market* sono infatti specializzati nell'acquisizione di quote di fondi di private equity, ovvero di portafogli e singole attività esistenti, assicurando liquidabilità a strumenti tipicamente illiquidi.

La rinnovata fiducia e con essa l'interesse per il mercato si è concentrata prettamente su attività operanti nei settori meno sensibili al Covid e su asset manager di comprovata esperienza, capaci di movimentare volumi crescenti e che collocano le proprie performance stabilmente nel primo quartile.

I volumi record registrati nel secondo semestre del 2020, continuano a essere alimentati da *deal sponsored* da parte dei grandi gestori, con operazioni che conti-

nuano tuttora.

Ma quali sono le principali attrattive del mercato secondario?

Innanzitutto, grazie all'acquisto di strumenti emessi in anni precedenti, una durata più breve dell'investimento rispetto a quella offerta dal mercato primario dei fondi alternativi.

I prezzi di ingresso possono incorporare significativi sconti connessi alla volatilità dei mercati e alle opportunità di arbitraggio che si creano in un contesto di incertezza.

Il mercato secondario permette un significativo appiattimento della J Curve consentendo di ottenere ritorni, più limitati in valori assoluti e con una *duration* minore, ma molto rilevanti in ragione del tempo di investimento, offrendo fin dalle prime fasi importanti *cash flow*, poiché si tratta di sottostanti che mediamente hanno già iniziato le distribuzioni. Quindi si tratta di opportunità che riducono l'*holding period* medio e con ritorni di capitale più rapidi.

Durante la GCF si erano registrati acquisti a sconto con una media del -40% e picchi a -60% rispetto al Nav. Allora, la discesa dei prezzi era stata più lenta, rispetto a un fenomeno improvviso e violento come quello a cui si è assistito nel corso del 2020. Si può ritenere che il livello degli sconti sia oggi leggermente inferiore, ma si può stimare un recupero molto più rapido dovuto alle dimensioni dell'industria, costituita oggi da numerosi player e alti volumi. I fondi di secondario poi presentano un elevato tasso di diversificazione, con benefici evidenti sotto un profilo di mitigazione del profilo di rischio/rendimento dello strumento.

Questo peculiare mercato permette l'avvicendamento dei sottoscrittori offrendo agli investitori delle *way out* anticipate rispetto alle scadenze tipiche dei private market.

La crisi in atto tocca in primis gli investitori piuttosto che le stesse aziende sottostanti; da qui l'opportunità di valutare con la prudenza del caso eventuali operazioni di investimento, riservando grande attenzione a una accurata selezione degli asset manager *target* e alle relative capacità di individuare settori destinati a essere anticiclici ovvero in grado di poter cogliere le fasi di ripresa.

Guardando ancora una volta alla storia, il mercato si è nettamente evoluto e oggi è rappresentativo essenzialmente di due strategie: LP secondary, in cui l'asset manager si sostituisce a uno o più sottoscrittori di cui acquisisce le quote, e il GP led secondary. Se le strategie di LP secondary consentono un'ampia diversificazione dei portafogli, assicurando flussi di cassa importanti in tempi relativamente brevi, il GP led, con un approccio di più lungo periodo, può rispondere a diverse finalità, che ne qualificano l'operato, quali la ristrutturazione dei portafogli acquisiti.

Se il mercato secondario è oggi un tassello importante nella costruzione di un'allocazione sul mercato illiquido per gli investitori privati, diventa uno strumento imprescindibile per Fondi pensione, Fondazioni e Casse professionali che stanno riallocando la propria esposizione, in ottica di un posizionamento di medio/lungo periodo e alla ricerca di una significativa diversificazione dei portafogli gestiti.

Fenera & Partners Sgr guarda al mercato secondario, tramite *player* consistenti, affidabili e profondi conoscitori di questo mercato, sia quale investitore sia con accordi esclusivi per il mercato italiano, al fine di ottimizzare i rendimenti dei prodotti gestiti, contenere la durata degli investimenti complessivi e beneficiare di un relativo appiattimento della J Curve grazie all'introduzione di portafogli relativamente maturi.

Nell'ambito delle strategie di private equity, la Sgr è sottoscrittore, ad esempio, di Glendower Capital Secondary Opportunities Fund V. Glendower Capital è un gestore indipendente con circa 9 miliardi di dollari, che nasce nel 2017, per iniziativa dell'italiano Carlo Pirzio Biroli, con un team forte e coeso che ha lavorato insieme fin dal 2003 in Deutsche Asset Management esclusivamente sui principali temi del mercato secondario. L'asset manager, con lrr *since inception* del 20% netto, ha riscontrato ottime conferme da parte degli investitori istituzionali, come Fondi pensione, Compagnie assicurative e Casse previdenziali.

**\*Institutional Sales  
di Fenera & Partners Sgr**