ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

S.A.F.
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

INVESTIMENTI NON QUOTATI: UN APPROCCIO DIVERSIFICATO

Gerolamo Vimercati Sanseverino
J.P.Morgan Private Bank

23 marzo 2017

Premessa importante

Gli investimenti non quotati sono considerati prodotti complessi e sono riservati a clienti professionali, in accordo con il profilo di suitability di questi ultimi

Cosa sono gli investimenti non quotati?

Gli investimenti non quotati rappresentano titoli di debito o proprietà non scambiati su mercati regolamentati. Si dividono principalmente in:

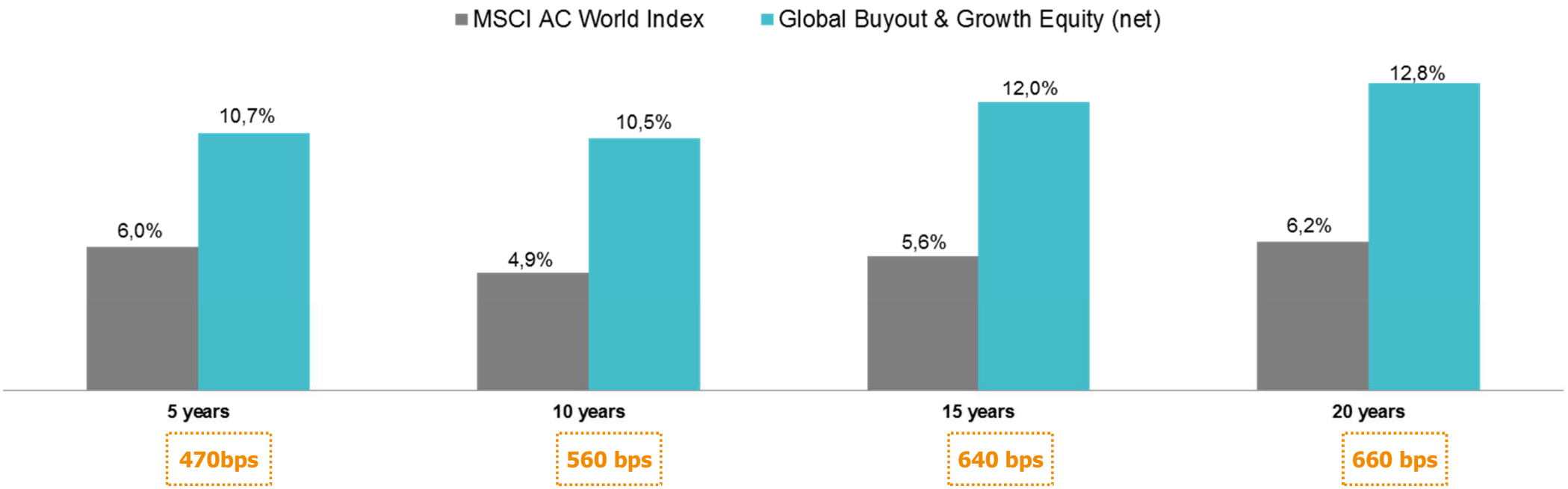
1. Investimento in capitale di rischio (ad esempio: *private equity*)
2. Investimento in strumenti di debito non quotati (ad esempio: *private debt*)
3. Investimenti reali (ad esempio: *real estate*)

Perchè investire in strumenti non quotati?

Perchè investire in strumenti non quotati?

Gli investimenti non quotati hanno storicamente generato rendimenti superiori rispetto ai mercati pubblici

Rendimenti annualizzati (%)



Fonte: Cambridge Associates LLC al 30 giugno 2016. La categoria "Private equity" consiste di 1,930 fondi global buyout & growth equity seguiti da Cambridge Associates LLC e non include credito privato e real estate. Gli indici sono rappresentati solo ai fini illustrativi e non dovrebbero essere considerati come investimenti diretti. L'indice MSCI World rappresenta una selezione di società a media/alta capitalizzazione di mercato in 23 Paesi Emergenti e 23 Economie Mature. I rendimenti storici rappresentati sopra sono riportati al solo scopo di fornire un confronto tra i fondi di buyout e growth equity e l'indice MSCI AC World su determinati intervalli di tempo. I rendimenti storici non intendono riflettere la performance storica delle opportunità di investimento nel private equity (i.e., buyout and growth equity), credito privato, private real estate e private real asset disponibili ai clienti elegibili della Private Bank J.P. Morgan e non devono essere interpretati come indicativi di performance future garantite dalla piattaforma.

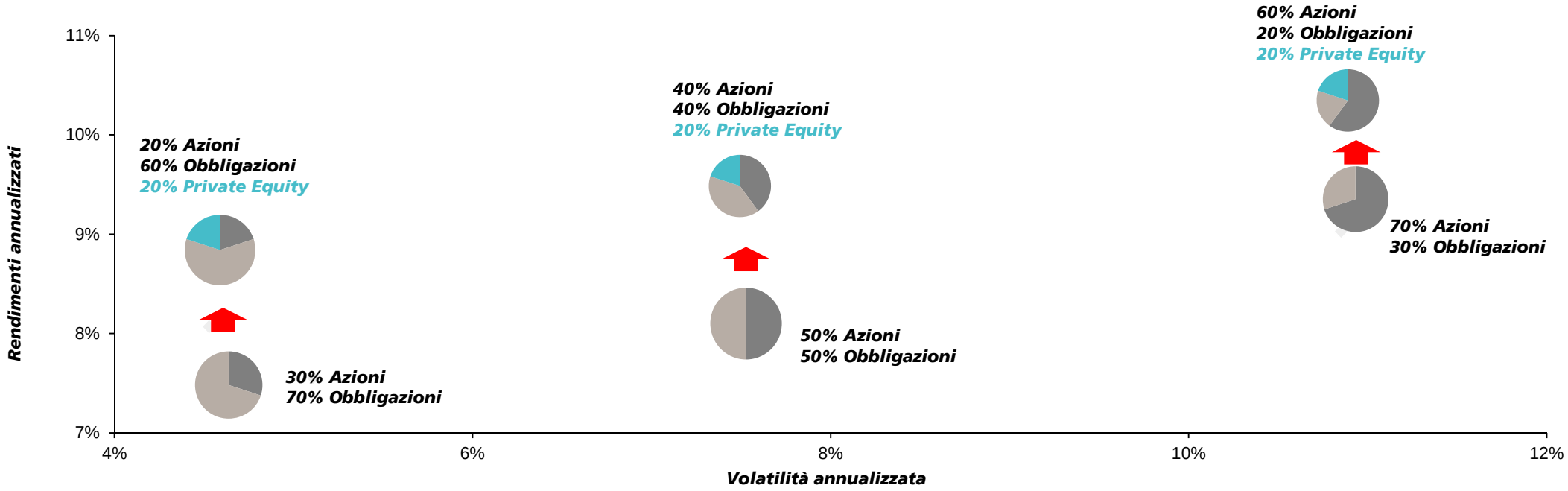
Le performance passate non sono indicative di risultati futuri. I valori indicati non costituiscono garanzia di risultato. Non è possibile investire direttamente nell'indice.

Perchè investire in strumenti non quotati?

Gli investimenti non quotati offrono benefici in termini di diversificazione all'interno di un portafoglio, migliorandone il profilo rischio/rendimento

Volatilità annualizzata e rendimenti 1Q 1991 – 2Q 2016

Investendo una quota di portafoglio in strumenti non quotati è possibile aumentarne il rendimento per un dato livello di volatilità



Fonte: *Cambridge Associates, J.P. Morgan Asset Management, Barclays, FactSet, Standard & Poor's, Lipper. I portafogli che non includono l'investimento in titoli non quotati sono una combinazione di S&P 500 e Barclays U.S. Aggregate. I portafogli con un'allocazione del 20% al private equity riflettono i dati dell'indice Cambridge Global Buyout & Growth Equity. La volatilità e i rendimenti si basano su dati dal primo trimestre 1991 al secondo trimestre 2016.*

Le performance passate non sono indicative di risultati futuri. I valori indicati non costituiscono garanzia di risultato. Non è possibile investire direttamente nell'indice.

Perchè investire in strumenti non quotati?

Ci sono diverse ragioni strutturali a supporto della sovra-performance degli investimenti in strumenti non quotati e dei benefici in termini di diversificazione

1. Set di opportunità più ampio: il numero di aziende non quotate è decisamente superiore al numero di quelle quotate
2. Vantaggi informativi grazie agli accordi di non divulgazione (*confidentialy agreement*) che permettono una due diligence più dettagliata
3. Focus sul lungo periodo che permette il perseguimento di piani di crescita senza lo scrutinio giornaliero dei mercati quotati
4. Abilità di esercitare controllo e/o influenza sui processi decisionali e operativi
5. Accesso a settori a forte crescita, particolarmente nei mercati emergenti, non rappresentati adeguatamente sui mercati pubblici

Quali sono le problematiche connesse agli investimenti in strumenti non quotati?

Quali sono le problematiche connesse agli investimenti in strumenti non quotati?

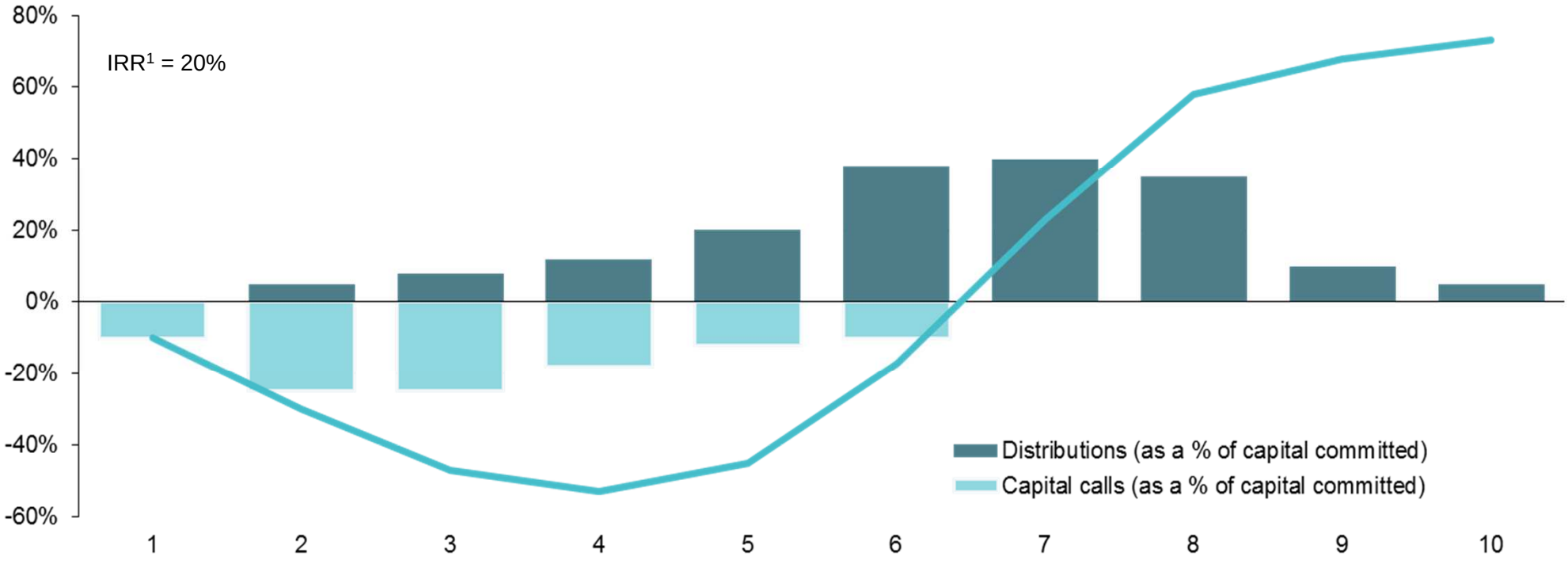
Gli investitori in strumenti non quotati devono considerare alcune problematiche rilevanti

1. **Illiquidità**
   Un investimento in un fondo di Private Equity dura in media 10 anni e presenta limitate, se non nulle, possibilità di liquidare anticipatamente l'investimento
2. **Dispersione dei gestori**
   Le performance variano molto tra i diversi gestori
3. **Ostacoli all'accesso ai migliori gestori e rischio «vintage»**

Quali sono le problematiche connesse agli investimenti in strumenti non quotati?

Gli investitori in fondi chiusi hanno capital calls nei primi anni mentre le distribuzioni cominciano in media dopo circa 5 anni

Flussi di cassa annuali tipici



Nota: Ai soli fini illutrstrativi e basati su determinate ipotesi. Non c'è alcuna garanzia che il fondo private equity distribuirà capitale o realizzerà una performance simile. Assume un ciclo di investimento di 10 anni e un periodo di apporto di capitale di 5 anni con un IRR del 20%.

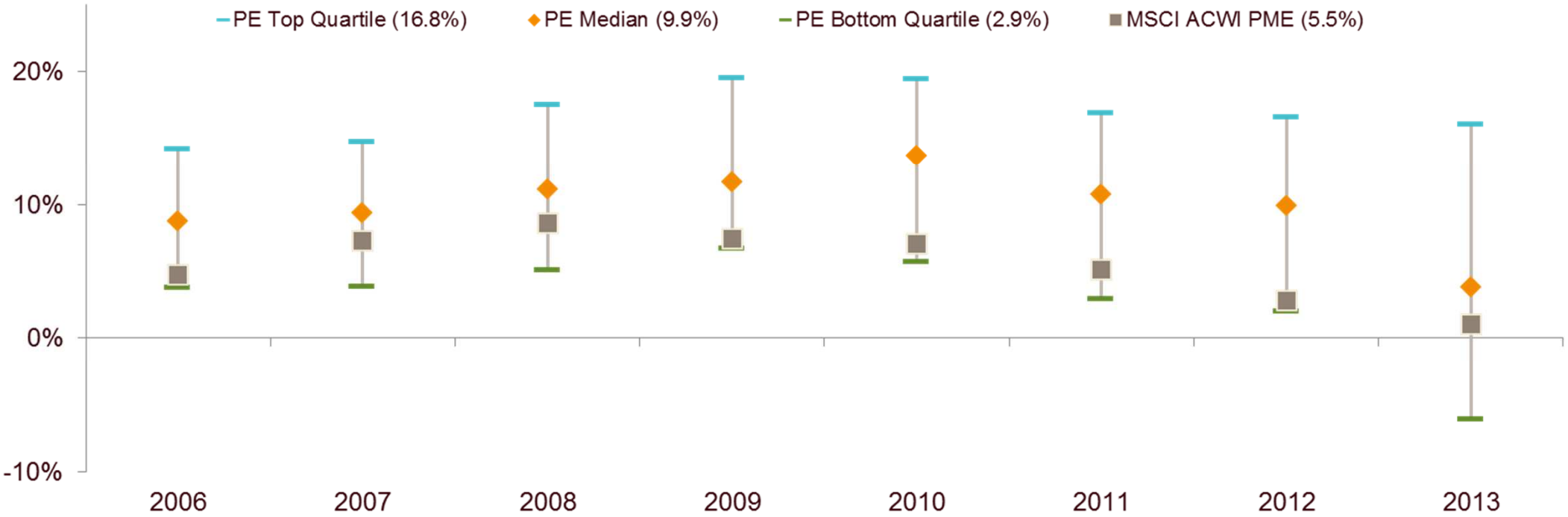
1 Internal rate of return ("IRR") è il tasso d'interesse al quale un certo ammontare di capitale oggi dovrebbe essere investito al fine di raggiungere un determinato valore in futuro. Esistono importanti differenze tra l'IRR e il tasso di rendimento annualizzato. Ad esempio, il tasso di rendimento annualizzato non prende in considerazione i flussi di cassa.

Quali sono le problematiche connesse agli investimenti in strumenti non quotati?

La selezione dei gestori è particolarmente cruciale sui mercati privati

Storicamente, si osserva una forte performance mediana.
Tuttavia, la dispersione tra il primo e l'ultimo quartile può essere significativa

Net Internal Rate of Return ("IRR")



1. *Fonte: MSCI ACWI PME over Cambridge Associates Global All Private Equity al 30 giugno 2016. Le performance passate non sono garanzia dei risultati futuri.*
2. *Fonte: Cambridge Associates Global All Private Equity al 30 giugno 2016. La categoria "Private equity" consiste di 1,881 fondi global buyout & growth equity seguiti da Cambridge Associates LLC e non include credito privato e real estate. Gli indici non sono prodotti finanziari e non dovrebbero essere considerati per investimenti diretti. I dati per vintage 2014 al 30 giugno 2016 sono troppo recenti per fornire una rappresentazione significativa della dispersione dei quartili.*

Quali sono le problematiche connesse agli investimenti in strumenti non quotati?

L'accesso ai migliori gestori è spesso limitato

1. **Normativa**
   Molti dei gestori con miglior track record non si registrano per la distribuzione in Italia

2. **Dimensioni richieste per singolo investimento**
   Spesso i migliori gestori non accettano investitori privati, se non per tagli molto elevati (5/10 milioni di Euro per singolo fondo)

3. **La domanda per investire è spesso molto superiore all'offerta originando limitazioni all'accesso**

Le opportunità attuali

Le opportunità attuali

L'attuale contesto macroeconomico mostra opportunità per investitori di lungo periodo

Aspettative di bassa crescita economica

Volatilità in rialzo sui mercati quotati sia equity che debito

Tassi di interesse bassi

Tassi di default attualmente bassi ma in potenziale crescita nei prossimi anni

Potenziale opportunità su attivi non quotati

- Acquisizione di divisioni di aziende quotate che sottoperformano o sono mal gestite
- Ricerca di aziende con forte profilo di crescita in settori ad alta crescita potenziale
- Investire in debito a tassi di rendimento decisamente superiori a quelli disponibili sui mercati quotati
- Investire nel debito di aziende sotto stress o in attivi sottovalutati
- Utilizzo del basso costo dell'indebitamento per incrementare selettivamente i rendimenti

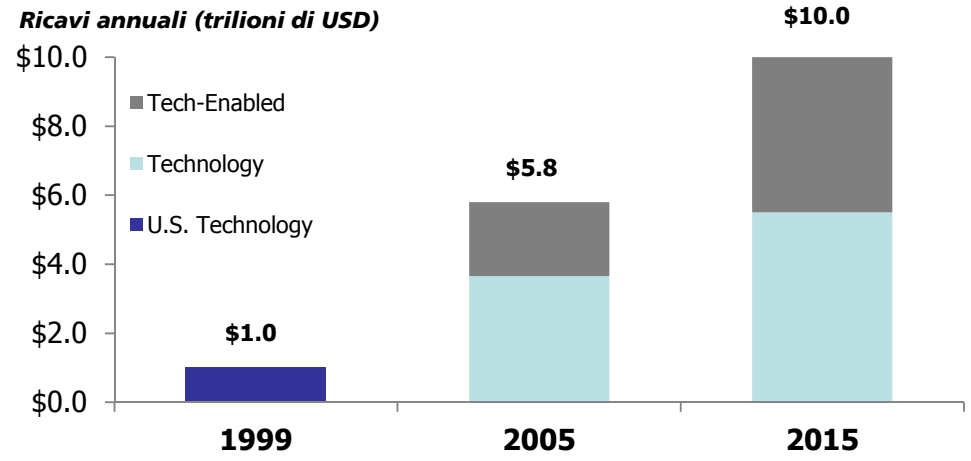
Fonte: J.P. Morgan Private Bank. Dati al quarto trimestre 2016

Le opportunità attuali: crescita ed innovazione

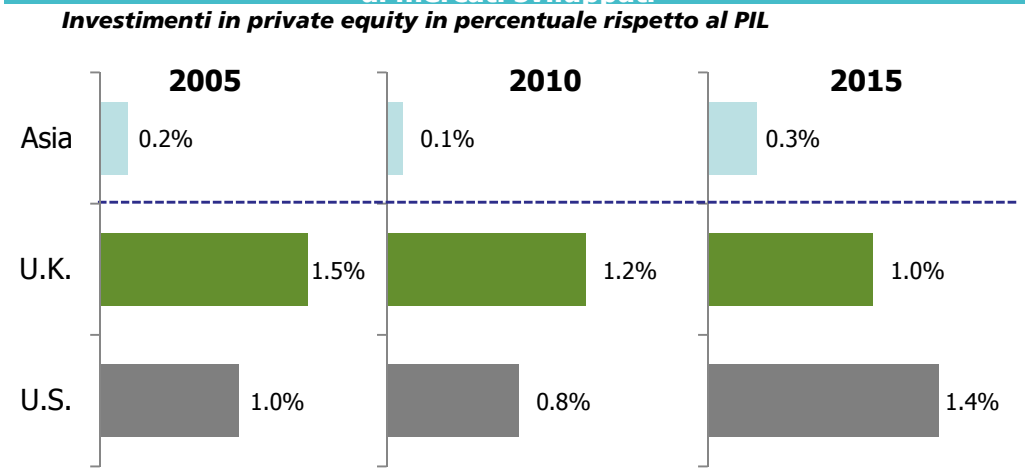
Focus su growth equity/buyout, settore tecnologico e consumi asiatici

- **Gli investimenti non quotati continuano a sovraperformare quelli quotati**
  - Nonostante la competizione abbia prodotto un rialzo dei prezzi, i gestori si stanno concentrando sempre di più su transazioni più piccole dove il potenziale per miglioramenti operativi e il gap valutativo sono maggiori
  - Il maggior numero di investitori attivisti dovrebbe portare più aziende a ricercare investimenti su aziende non quotate
- **I trend di crescita in ambito tecnologico offrono notevoli opportunità di investimento**
  - Opportunità per un controvalore di $10 trilioni rimangono poco penetrate dai fondi di Private Equity[1]
  - I "Big data" e il mondo del business analytics vedranno crescere i propri ricavi del 50% tra il 2015 e il 2019[2]
- **L'Asia rimane tra le aree del mondo a più alta crescita e a minore penetrazione dei fondi di Private Equity**
  - Beni di consumo per la classe media: gran parte delle aziende attive in questo spazio non sono quotate
  - Le valutazioni sui mercati emergenti sono ai livelli del 2009. Questo crea una grande opportunità di investimento in business di alta qualità[3]

Il mercato TMT (*technology, media, and telecom*) è sostanzialmente raddoppiato negli ultimi 10 anni[1]



Il mercato del Private Equity in Asia risulta sotto penetrato rispetto ai mercati sviluppati[4]



1. *I dati sono basati sulle stime di CapitalIQ, IDC, Gartner, Wall Street Research, Bureau of Economic Analysis, World Bank e SLP, al 31 marzo 2016.*
2. *IDC, al 30 novembre 2015.*
3. *Fonte: MSCI, Factset, al 31 agosto, 2016.*
4. *Fonte: Preqin e dati del FMI al 31 ottobre 2016.*

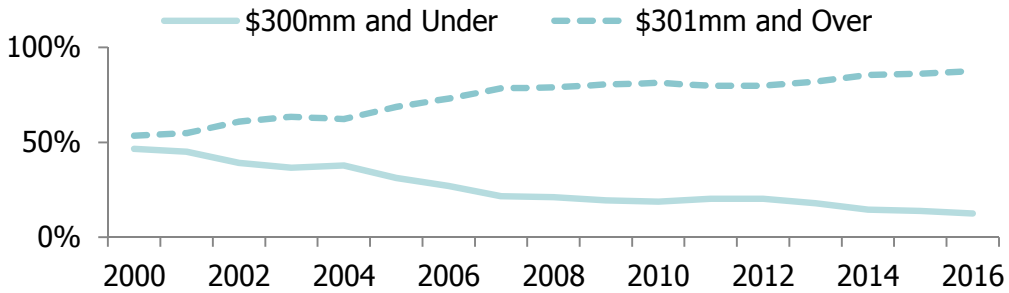
Le opportunità attuali: generazione di rendimenti cedolari

Focus su prestito diretto, real estate e altri attivi a reddito non correlati

- **Prestatori di denaro non tradizionali sono ancora in grado di ottenere un premio nell'attuale ciclo del credito**
  - Alcune fonti di finanziamento tradizionali si stanno riducendo (banche, desk proprietari di banche e alcuni fondi hedge), spingendo i debitori a pagare un premio per accedere al capitale
  - Questa classe di investitori riesce ad ottenere maggiori garanzie in termini di convenants e condizioni di sottoscrizione, procurando maggiore protezione al ribasso durante le fasi negative del ciclo economico
- **Il Real estate fornisce diversificazione, rendimenti attrattivi e protezione rispetto all'inflazione**
  - Negli USA il mercato del lavoro a piena occupazione crea domanda e mette pressione al rialzo sui prezzi
  - I rischi geopolitici in Europa possono portare a situazioni di stress e riposizionamento
  - In Asia, i trend demografici e di urbanizzazione possono creare opportunità per investire in assets retail ben localizzati
- **Ricerchiamo investimenti meno correlati al ciclo di business**
  - I business orientati agli *hard asset* e che forniscono servizi primari sono difficili da replicare e possono fornire agli investitori flussi di cassa stabili grazie al supporto di contratti a lungo termine

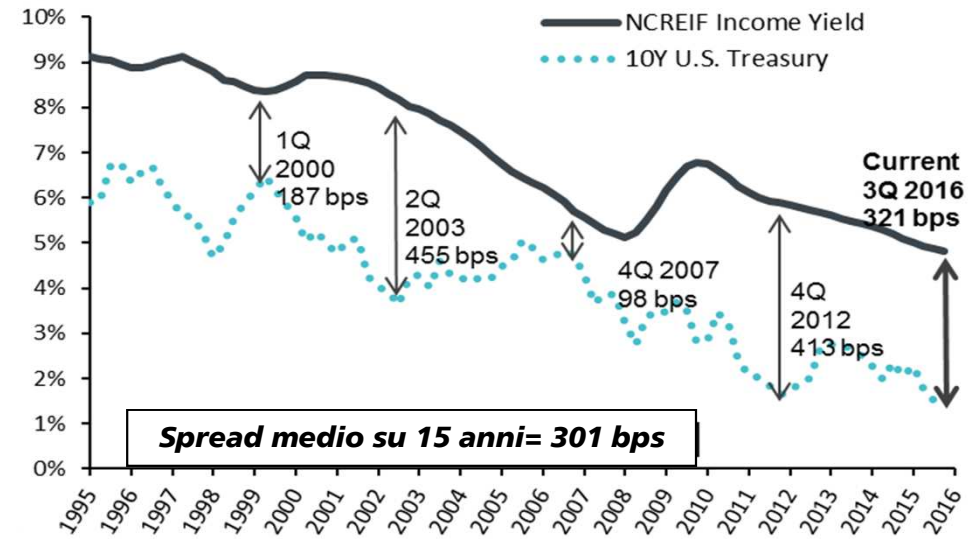
Aziende di piccole e medie dimensioni hanno sempre più difficoltà ad accedere a condizioni di finanziamento efficienti[1]

La percentuale dei volumi di emissione high yield minori di $300mm rispetto alle emissioni totali si sta riducendo



La differenza tra cap rate e rendimento dei Treasury permette agli investitori di generare potenzialmente rendimenti elevati[2]

Spread tra il rendimento dell'indice NCREIF e dei titoli di Stato statunitensi



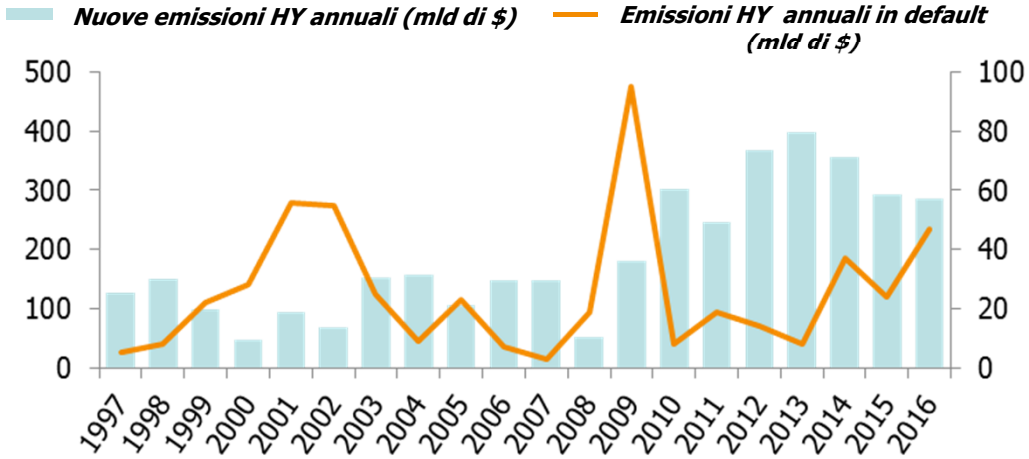
1. *Fonte: Credit Suisse High Yield New Issue Size dal 31 gennaio 2000 al 31 gennaio 2016.*
2. *Fonte: Moody's Economy.com, Federal Reserve, NCREIF, LaSalle Investment Management al 30 settembre 2016. Il rendimento del Treasury è calcolato come media trimestrale.*

Le opportunità attuali: opportunità fuori consenso

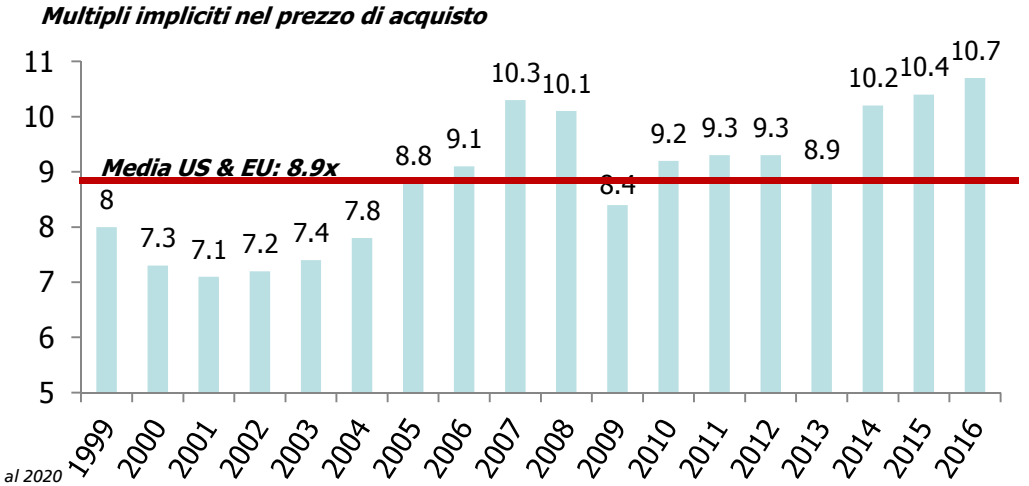
Investimenti in attivi distressed e private equity "value oriented"

- **Dopo un periodo di crescita stabile, bassi interessi e rialzo prolungato dei mercati quotati, stiamo posizionando i portafogli in maniera difensiva**
  - Ampie emissioni di obbligazioni high yield con convenant leggeri possono portare a volatilità di breve termine
  - Prestiti con convenant leggeri sono ora superiori al 75% del totale del mercato dei prestiti sindacati[1]
- **Potenziale incremento delle opportunità di investire in attivi distressed grazie al riprezzamento degli attivi e alla volatilità del mercato**
  - Attualmente, i multipli dei leveraged buyout sono superiori rispetto ai livelli prima della recessione del 2008[2].
  - I mercati stanno prezzando un incremento dei tassi di interesse di circa il 300% nei prossimi 3-5 anni[3]
  - Ricerchiamo rendimento acquistando attivi che sono stati venduti sulla base di motivazioni non economiche

Elevati volumi di nuove emissioni high yield potrebbero portare a un aumento dei tassi di default[4]



I multipli impliciti nei prezzi di acquisto degli LBO in Europa e Stati Uniti hanno raggiunto i massimi storici[5]



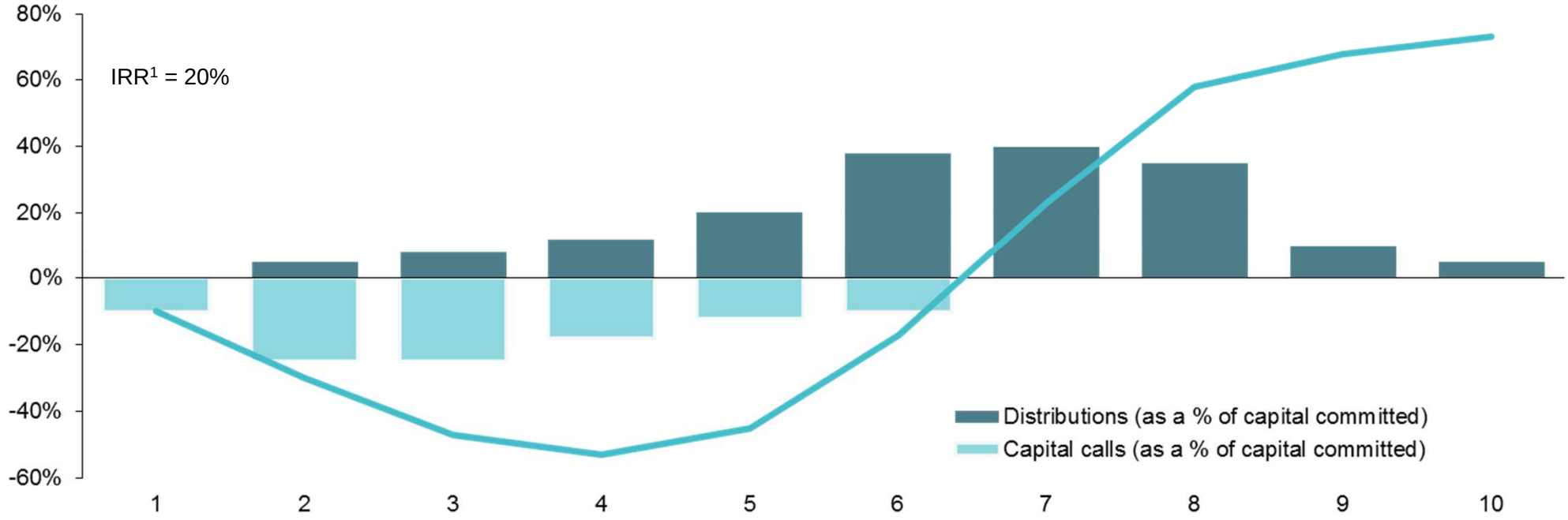
1. S&P LCD Quarterly Leveraged Lending Review 3Q 2016.
2. Presentazione S&P LCD LBO Q3 2016.
3. Bloomberg, al 31 dicembre 2016. Calcolato sulla base della mediana delle proiezioni del Dot-Plot dei membri del FOMC fino al 2020
4. J.P. Morgan Credit Strategy Weekly Update;al 3 febbraio 2017.
5. Fonte: S&P Capital IQ Leveraged Buyout Review, al 30 settembre 2016. Rappresenta LBO in Europa e negli Stati Uniti con transazioni di volule maggiore o uguale di $500/€500.

Come limitare le problematiche associate agli investimenti in titoli non quotati?

Come limitare le problematiche associate agli investimenti in titoli non quotati?

Illiquidità: investire in maniera sistematica consente nel tempo di finanziare i nuovi investimenti con i proventi di quelli degli anni passati

Flussi di cassa annuali tipici



Nota: Ai soli fini illutrstrativi e basati su determinate ipotesi. Non c'è alcuna garanzia che il fondo private equity distribuirà capitale o realizzerà una performance simile. Assume un ciclo di investimento di 10 anni e un periodo di apporto di capitale di 5 anni con un IRR del 20%.

1 Internal rate of return ("IRR") è il tasso d'interesse al quale un certo ammontare di capitale oggi dovrebbe essere investito al fine di raggiungere un determinato valore in futuro. Esistono importanti differenze tra l'IRR e il tasso di rendimento annualizzato. Ad esempio, il tasso di rendimento annualizzato non prende in considerazione i flussi di cassa.

Come limitare le problematiche associate agli investimenti in titoli non quotati?

Selezione dei gestori: la due diligence sugli investimenti non quotati è molto complessa e richiede competenze specifiche

1 **Selezione dei gestori**

- Ricerca dell'universo investibile
- Accesso al gestore del portafoglio
- Review degli investimenti passati e del track record
- Due diligence operativa
- Visite in loco
- Revisione dei servizi esternalizzati

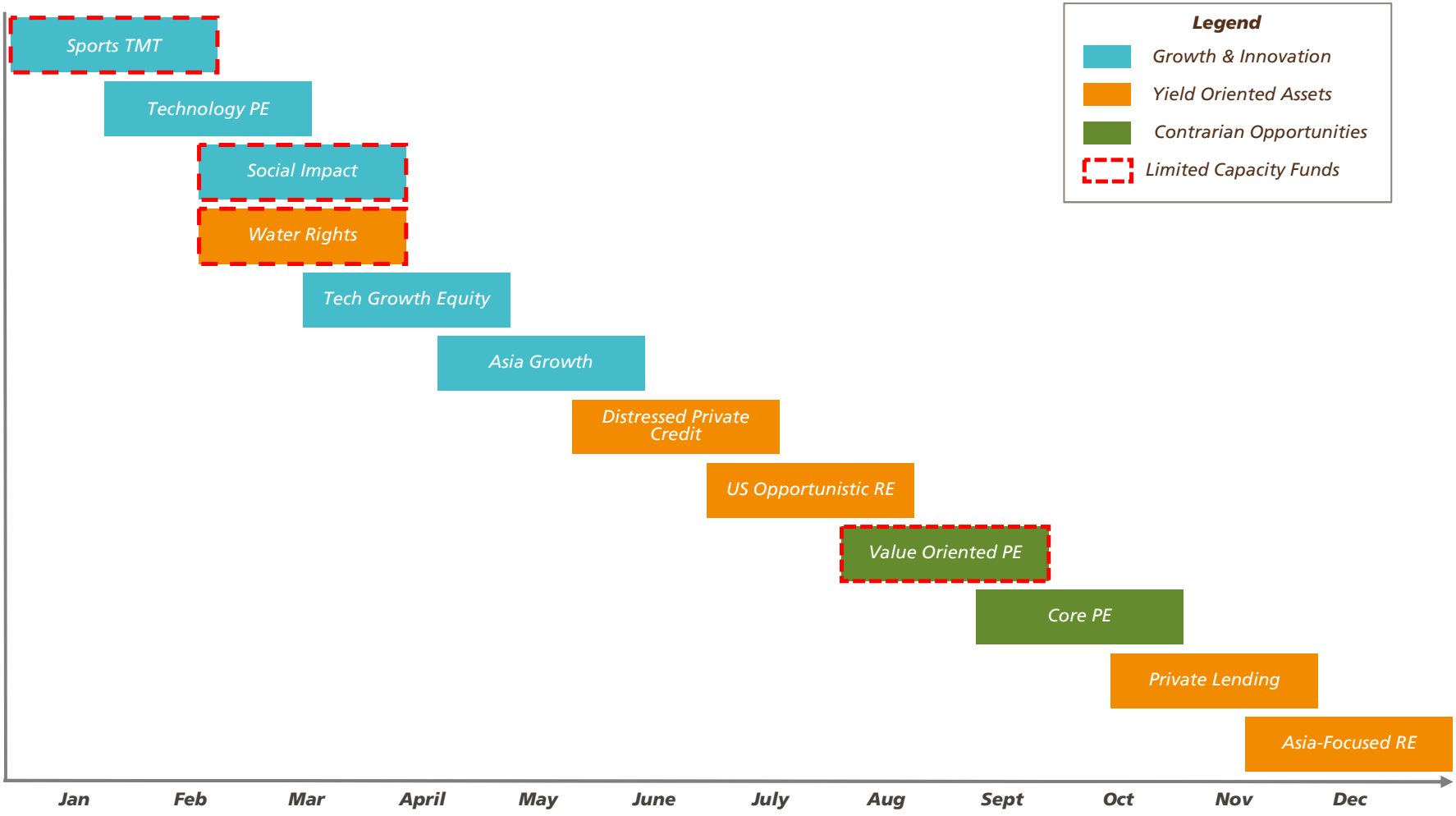
2 **Strutturazione dell'investimento**

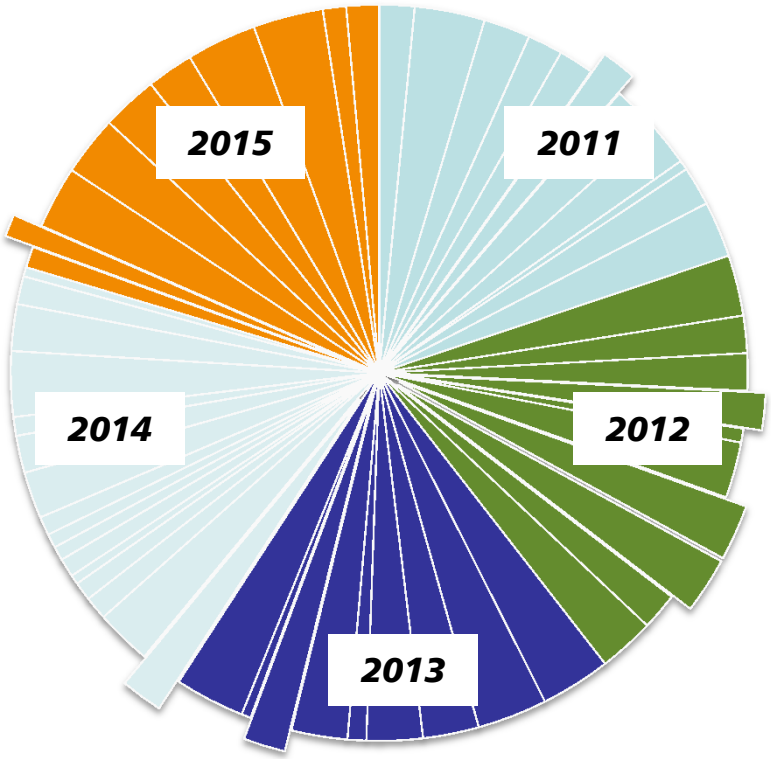
- Studio dei termini del fondo e paragone con il mercato
- Negoziazione di termini favorevoli

3 **Monitoraggio dell'investimento**

Come limitare le problematiche associate agli investimenti in titoli non quotati?

Ostacoli all'accesso ai migliori gestori e rischio «vintage»



Come limitare le problematiche associate agli investimenti in titoli non quotati?

Ostacoli all'accesso ai migliori gestori e rischio «vintage»