

FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

NASH WATERMAN

HEAD OF PRIVATE MARKETS SECONDARIES

MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT

Tante opportunità dal private equity

a cura di Boris Secciani



Come si è evoluto il mercato dei deal secondari nel private equity e in base a quali esigenze di investimento?

«Si tratta di una domanda senz'altro interessante e sarò felice di fornire il mio punto di vista sul mercato dei deal secondari. Per rispondere bisogna partire da un fatto: l'industria del private equity è nata e si è evoluta per risolvere una miriade di necessità diverse di investitori altrettanto eterogenei. Le prime transazioni che rientrano nella macro-categoria dei secondari sono sorte per venire incontro a due esigenze differenti. Da una parte, notoriamente, i fondi di private equity hanno una durata ben definita (ovvero il fondo ha un chiaro termine), generalmente 10 anni, con gli investitori (i cosiddetti limited partner) che hanno precise e sovente non negoziabili necessità di liquidità. Dall'altra parte, i manager di un prodotto di questo tipo (i cosiddetti general partner) a volte hanno bisogno di più tempo per realizzare in maniera adeguata il valore potenziale degli asset detenuti. Per queste ragioni le prime operazioni in ambito secondario sono avvenute nell'alveo dei cosiddetti buy-out interni, in cui i general partner esistenti hanno acquisito, insieme a nuovi limited partner, un portafoglio già esistente all'interno di un veicolo nuovo. Nel primo periodo del nostro programma sui secondari, il team private secondaries di Morgan Stanley Investment Management si è concentrato anche su queste operazioni. Poi invece, abbiamo iniziato a orientarci verso gli accordi Gp Led nei primi anni 2010 e nel 2016, allontanandoci dai secondari tradizionali a favore di quella che vedevamo come la parte più interessante del mercato secondario, i secondaries ad asset singolo».

Perché gli investitori trovano questa opportunità attraente?

«In generale, gli investitori (e molti dei loro Lp) vedono tra i vantaggi distintivi del private equity secondario una modalità più rapida di allocazione di un insieme potenzialmente diversificato di investimenti, una durata più bre-



ve, un Irr potenziale attraente con meno rischio di una curva a J. Ho sempre creduto che i secondaries abbiano un vantaggio significativo che viene trascurato: i general partner hanno generalmente avuto la proprietà di queste aziende per un certo periodo di tempo. Questi manager hanno spesso superato la fase di rischio più elevato che si verifica all'inizio di un investimento di Pe. I general partner esistenti e il team di gestione conoscono molto bene l'azienda in questa fase. Questa dinamica può essere enormemente vantaggiosa per gli acquirenti secondari. I secondaries permettono di evitare la parte del ciclo di vita di un investimento di private equity che riteniamo sia spesso la più rischiosa. Quando nel 2016 le opportunità secondarie a singolo asset erano relativamente scarse, abbiamo ritenuto che l'opportunità fosse così convincente che abbiamo modificato l'orientamento del nostro programma secondario per concentrarci su questa strategia single asset, con l'obiettivo di fornire ai nostri clienti un'offerta secondaria leader di mercato e differenziata».

Negli ultimi anni sono diventati molto popolari i cosiddetti single-asset secondaries, ossia il segmento su cui siete specializzati. Può fornire qualche dettaglio in più al riguardo?

«Amo questa domanda perché dimostra quanto sia cambiato il sentiment. Come accennato, nel 2016, i single-asset secondaries erano un'area di investimento poco conosciuta e alcuni inizialmente avrebbero potuto mettere in dubbio la nostra strategia. A nostro avviso, i single-asset secondaries affrontano un conflitto

reale fondamentale nel private equity. Cosa fa un gestore di private equity se trova una grande azienda che ritiene abbia un potenziale significativo per la creazione di valore in futuro, ma ha esaurito il tempo o le risorse per perseguire questo potenziale all'interno del fondo esistente? Il Gp dovrebbe vendere l'asset e restituire il denaro ai suoi investitori? Dovrebbe tenere l'asset e potenzialmente estendere la vita del fondo? Dovrebbe venderlo a un fondo più nuovo? Non tutti gli investitori di private equity la pensano allo stesso modo. Alcuni vogliono il loro denaro, alcuni vogliono rimanere investiti nelle attività che credono abbiano un potenziale. Ad altri vanno bene entrambe le possibilità. I secondaries a singolo asset forniscono un'alternativa ai limited partner, che generalmente possono scegliere se vendere o tenere».

E per quanto riguarda gli investitori?

«Per gli investitori, a mio avviso, il caso dei single-asset secondaries è relativamente semplice. Ritengo che i Gp solitamente portino avanti queste operazioni per le loro società migliori, creando un bias di selezione positiva da parte del venditore. Inoltre, spesso è possibile condurre una due diligence insieme al proprietario e al team di gestione, che rimangono in azienda. Questa piccola sfumatura comporta una differenza sostanziale: entrambe le parti sono incentivate a essere trasparenti con noi perché saremo partner in futuro. Questo approccio ci ha aiutati a raggiungere una forte performance con un potenziale di rendimento superiore a quello che molti investitori si aspettano per un fondo secondario. In Morgan Stanley Investment Management, l'obiettivo dei nostri fondi secon-

dari a patrimonio unico è superare non solo la performance tipica dei fondi secondari, ma anche quella del mercato del Pe in generale. Il nostro attuale fondo Ashbridge II cerca di fornire rendimenti del quartile più alto su base Irr; sul multiplo del capitale investito e su base Dpi».

A quale tipologia di aziende siete maggiormente interessati?

«In generale, il settore dei secondari è alquanto diversificato, con gruppi specializzati su diversi segmenti che richiedono un insieme di competenze differenti. Nel nostro caso, siamo interessati ad aziende che forniscono un prodotto o un servizio essenziale a un mercato finale stabile. Viviamo oggi in un ambiente economico in cui vi è una maggiore imprevedibilità. Non possiamo più investire con la comodità di potere predire ciò che molti chiamano "cicli". Come team, generalmente non consideriamo i cicli o la ciclicità nella scelta dei nostri investimenti. Investiamo con il presupposto che ci sarà una serie continua di shock economici a sorpresa che metteranno alla prova alcuni settori, alcuni paesi e talvolta l'economia globale. Per molti di noi, le nostre carriere sono come una serie continua di crisi economiche intervallate da pause. Cerchiamo di prepararci a questa realtà e di trarne vantaggio quando investiamo».

Sono sempre più diffusi i timori sul permanere di un tasso di inflazione più elevato e quindi, almeno nel medio termine, di un costo del denaro più alto. Temete simili sviluppi? Pensate che l'industria del private equity, spesso caratterizzata da un uso non indifferente della leva, andrà incontro a momenti difficili?

«In generale crediamo che un minimo di inflazione sia un bene per l'economia e i mercati. Non a caso nell'ultimo decennio le autorità monetarie hanno fatto di tutto per tentare di stimolarla. A nostro avviso, alla lunga probabilmente gli effetti dell'avere i tassi di interesse a zero o inferiori sono più negativi che positivi. Detto ciò, in alcuni casi una leva finanziaria eccessiva sarà un problema per molte società in un contesto di tassi in aumento ed è un rischio che cerchiamo di ridurre al minimo nel nostro Ashbridge II Fund».

Disclaimer: si segnala che Ashbridge Transformational Secondaries Fund II (Parallel II), SCSp ("Ashbridge II Fund") è registrato per la distribuzione in Italia solo a investitori professionali.