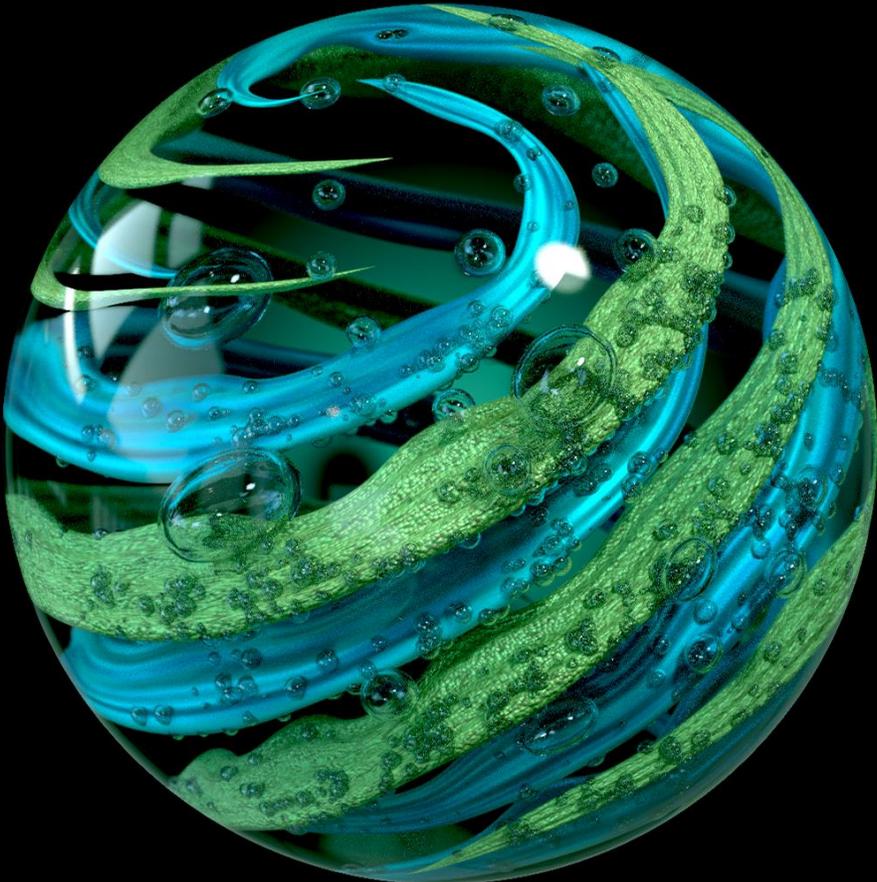


**Deloitte.**



Worth It?  
Delivering Sustainable  
Alpha in Private Equity

Maggio, 2024





## Contenuti

---

# 01

Il passato - vera gloria?

PAGINA 3

---

# 02

Alla frontiera (efficiente)

PAGINA 5

---

# 03

Il futuro: ci sono motivi di preoccupazione?

PAGINA 9

---

# 04

Progettare una strategia "smart beta" nel Private Equity

PAGINA 12

---

# 05

Sviluppare una "piattaforma alpha" nel Private Equity

PAGINA 16

---

# 06

Un "decalogo" per guidare la creazione di valore sostenibile

PAGINA 18

---

# 07

Ricerca primaria: Creare "alpha" nel Mid-market Private Equity in Italia

PAGINA 22

---

# 08

Referenze

PAGINA 28

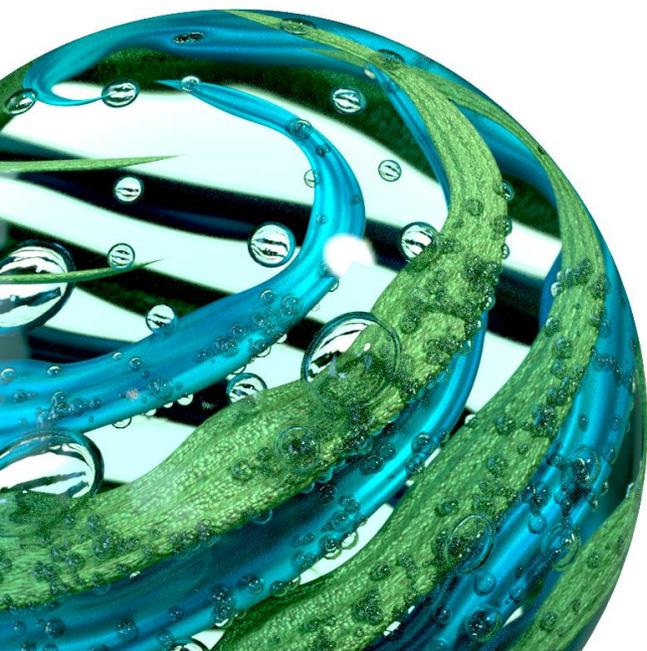
---

# 09

Contatti

PAGINA 29

---



# 01 Il passato: vera gloria?

Il Private Equity, il fiorente settore che oggi gestisce circa 2,49 tn di dollari di "dry powder"<sup>1</sup>, ha creato "alpha" per i suoi investitori limitati, contribuendo realmente a renderli relativamente più ricchi?

Insieme ai loro soci accomandatari, che hanno più sicuramente beneficiato della regola d'oro "2 - 20" - un forte incentivo per loro a sovraperformare, ma anche ad assumere rischi sempre più elevati? "Lanciare una moneta e distruggere il mondo, se si ottiene croce, a patto che il mondo migliori di più del doppio, se si ottiene testa", secondo le parole dell'ex re della crittografia e CEO di FTX Sam Bankman-Fried<sup>2</sup>. Ma soprattutto, il private equity è in grado di generare ulteriore "alpha" in futuro, dal momento che il settore è in ripresa e si prevede che raddoppierà il proprio patrimonio in gestione (AUM) tra il 2021 e il 2026, raggiungendo la soglia dei 26.000 miliardi di dollari, come previsto da Prequin<sup>3</sup>? In breve, i molti investimenti spettacolari e i pochi disastrosi riportati dai media negli ultimi decenni hanno generato, su base media ponderata, rendimenti in eccesso rispetto al rendimento del benchmark, se corretti per il rischio? In realtà, i migliori gestori di asset "alternativi" (cioè i general manager dei fondi di private equity, in primis) hanno la missione di generare "alpha" aggiungendo una certa diversificazione ai loro portafogli per ridurre il rischio non sistematico. Per questo motivo, possono giustificare razionalmente l'appropriazione asimmetrica del 20% dei guadagni ottenuti al di sopra dell'hurdle rate (testa), anche se non perdono nulla in caso di esito negativo (croce), e ottengono il 2% dell'AUM in ogni caso e a prescindere da tutto.

Se consideriamo i rendimenti ponderati per il rischio generati dai mercati azionari pubblici e regolamentati (ad esempio i

rendimenti dei loro indici, come lo Standard & Poors 500 o l'Euronext 100) piuttosto che il tradizionale 7-8% indicato nelle loro politiche di investimento ("a prescindere dall'inflazione") come i loro veri tassi di riferimento da confrontare per vedere se creano alpha, la risposta potrebbe non essere così chiara come ci si aspetta. Ciò è dovuto in parte alla relativa opacità di questo settore, favorita da una regolamentazione limitata e da una sorveglianza poco incisiva. In realtà, come indicato nell'Exhibit 1 - Private Equity, vera gloria?, le ricerche accademiche e professionali sono contrastanti e i loro risultati appaiono significativamente influenzati da almeno un paio di ragioni, e non solo:

- In primo luogo, i rendimenti per gli investitori limitati devono essere calcolati al netto delle commissioni di gestione (il 2%) e delle commissioni di performance (il 20% di "carried interest" su qualsiasi guadagno realizzato oltre l'hurdle rate), e tenendo in considerazione il costo opportunità nascosto di mantenere il capitale impegnato (ma non ancora investito) rapidamente disponibile per il prossimo richiamo di capitale (i TIR degli investimenti sono calcolati in base alla liquidità investita e disinvestita, che viene chiamata "just in time");
- In secondo luogo, i rendimenti - come indicato nella definizione di "alpha" - devono essere ponderati per il rischio, ad esempio utilizzando la loro deviazione standard come proxy del Value at Risk. È quindi una fortuna per il settore che la volatilità di un indice di borsa sia solitamente calcolata con dati giornalieri (e con valori "marked to market") basati su mercati di transazioni altamente liquidi, mentre quella del Private Equity è calcolata, nella migliore delle ipotesi,

<sup>1</sup> S&P Global – Private equity dry powder swells to record high amid sluggish dealmaking, 20 luglio, 2023

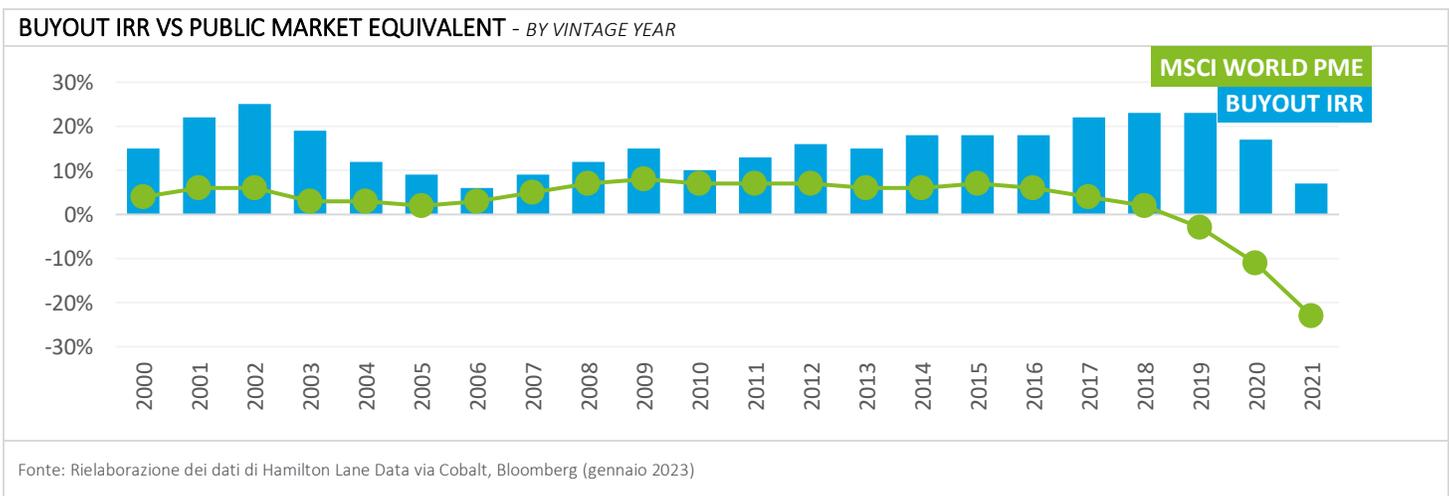
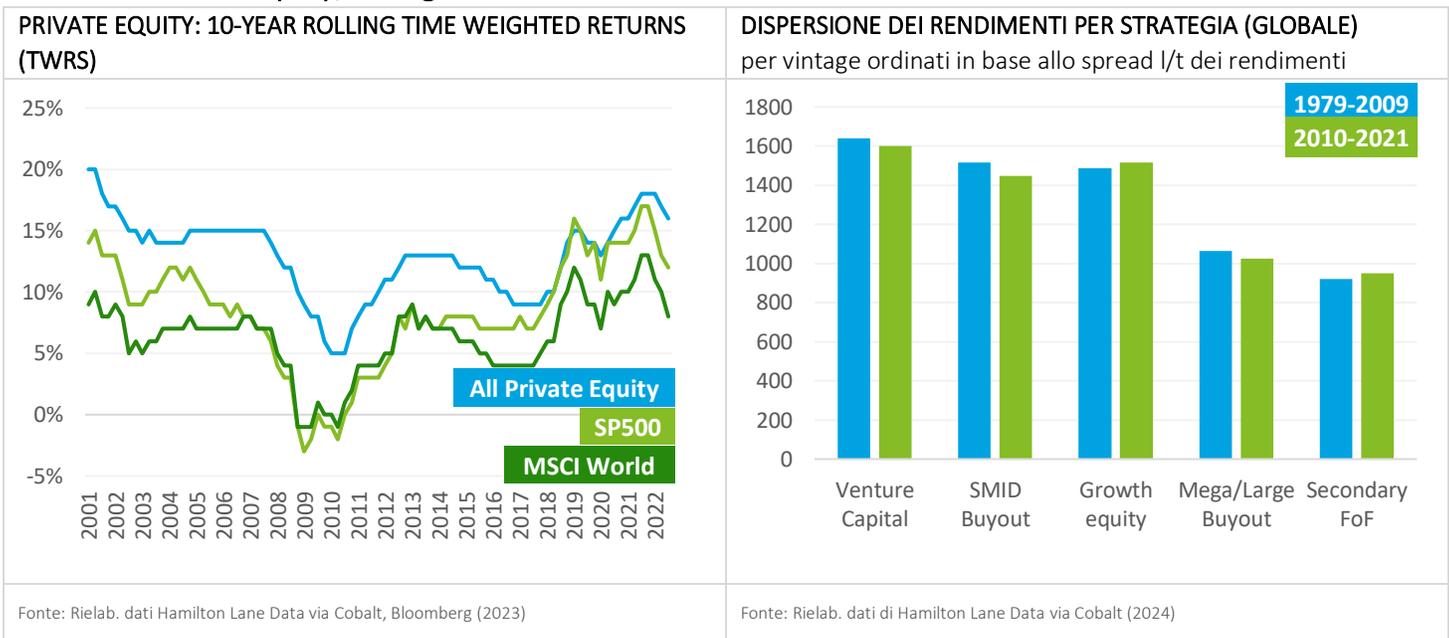
<sup>2</sup> Secondo la testimonianza di Caroline Ellison in tribunale e come riportato dal Financial Times e da altri media.

<sup>3</sup> Financial Times - Alternative investments lose steam as fundraising slows down, 29 agosto 2023

su base trimestrale (e con valori equi NAV "marked to model"). Infine, se il Private Equity dovesse confermare la sua creazione di "alpha lordo" - come sostengono i suoi detrattori - dovrebbe essere compensato da uno "sconto di illiquidità" che gli investitori dovrebbero considerare quando impegnano i loro risparmi per lunghi periodi (in

media 7-9 anni) e con scarse possibilità di recuperarli prima, in caso di necessità, con uno sconto superiore al 20% e senza alcuna certezza sul "se e quando" del cash-in (le linee di liquidità e i mercati secondari stanno attualmente fornendo queste opzioni di liquidità).

### Exhibit 1: Private Equity, vera gloria?



## 02 Alla frontiera (efficiente)?

Secondo la nostra ricerca, come mostrato nell'Exhibit 2 – “Frontiera dei portafogli: Efficiente?” c'è valore nella performance aggiustata per il rischio del Private Equity, se consideriamo i rendimenti ex-post realizzati in Europa da oltre 400 fondi nell'ultimo decennio, senza menzionare la diversificazione che certamente aggiungono ai portafogli di investimento che, per il risparmiatore medio europeo (sia esso un Fondo Pensione istituzionale, una Compagnia di Assicurazioni, un Fondo di Dotazione o una Famiglia), sono fortemente orientati verso Titoli di Stato, Immobiliare (come asset utilizzato) e con una limitata esposizione ai mercati

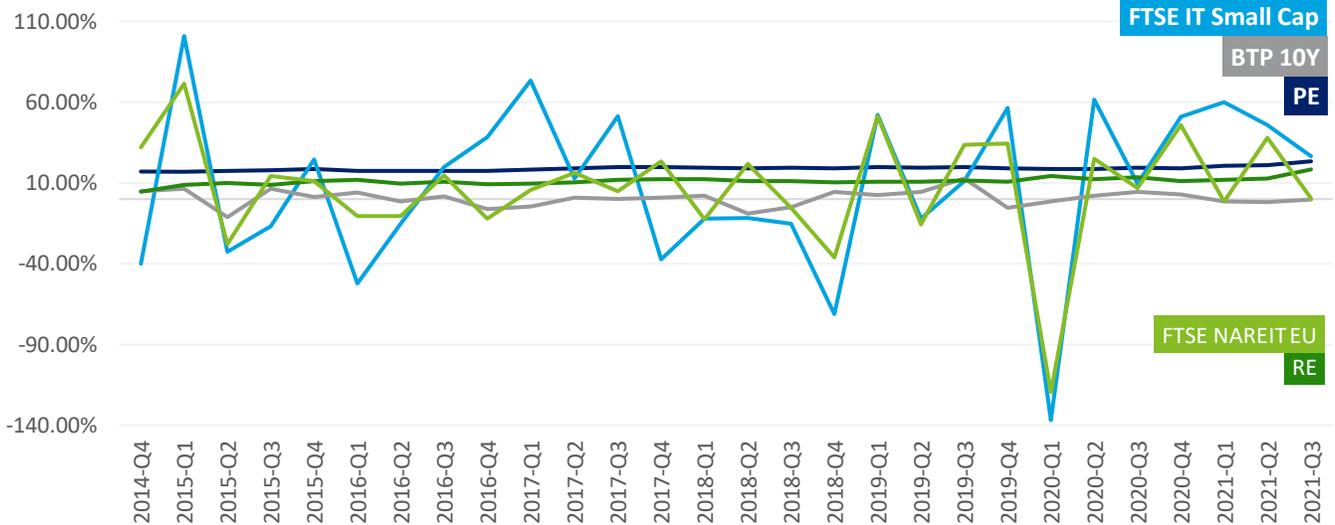
azionari. In breve, secondo la nostra analisi, il Private Equity sembra aver sovraperformato notevolmente qualsiasi altra classe di attività, creando quindi "alpha" (da dividere tra partner limitati e generali, senza considerare alcun "sconto di illiquidità", ma anche senza considerare alcun "premio di diversificazione"). Dato il basso peso investito, ad esempio, dai risparmiatori italiani (meno dell'1% per i clienti del private banking), varrebbe quindi la pena per i risparmiatori considerare un po' di più l'opzione del Private Equity e "lanciare la moneta" più spesso – senza esitazioni?

### Exhibit 2 – Frontiera dei portafogli: Efficiente?

PERFORMANCE E RISCHIO DEI FONDI DEL MERCATO PRIVATO RISPETTO AGLI INDICI DI MERCATO (2014 Q4 – 2021 Q3)			
<b>Private Equity Funds</b>		<b>Real Estate Funds</b>	
N. of European PE Funds	400	N. of European PE Funds	111
Average Annual Return	18.9%	Average Annual Return	11.2%
Standard Deviation	20.6%	Standard Deviation	13.5%
VaR (confidence level 97.5%)	-7.1%	VaR (confidence level 97.5%)	-17.2%
<b>FTSE Italy Small Cap Index</b>		<b>FTSE NAREIT Europe Index</b>	
Average Annual Return	8.7%	Average Annual Return	8.1%
Standard Deviation	50.7%	Standard Deviation	34.9%
VaR (confidence level 97.5%)	-34.9%	VaR (confidence level 97.5%)	-35.2%
Fonte: "Investire bene in Italia" di Claudio Scardovi - EGEA 2023			

**ANALISI RISCHIO/RENDIMENTO PER I FONDI EUROPEI DEI MERCATI PRIVATI (2014 Q4 – 2021 Q3)**

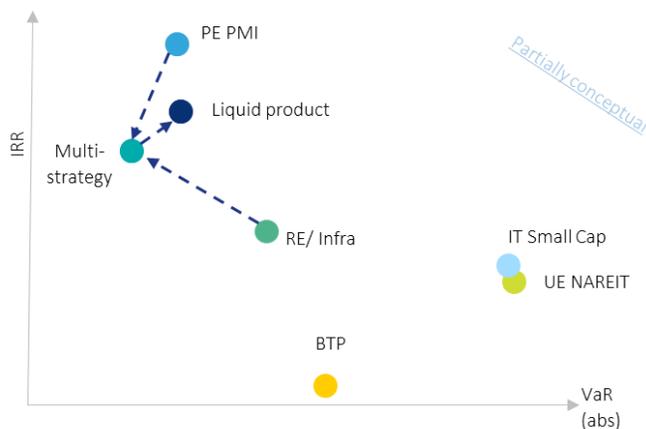
Analysis on 400 European PE Funds and 110 European RE Funds



Quarterly IRR 2014 Q4 – 2021 Q3	PE	FTSE IT Small Cap	RE	FTSE NAREIT EU	BTP10Y
IRR	19%	9%	11%	8%	2%
VAR (97.5%)	-7%	-35%	-17%	-35%	-22%
Alpha		10%		3%	

Source: "Investire bene in Italia" by Claudio Scardovi – EGEA 2023

**FRONTIERA EFFICIENTE E OPPORTUNITÀ DI OTTIMIZZAZIONE OFFERTE DAI PRIVATE MARKETS**



Fonte: "Investire bene in Italia" di Claudio Scardovi - EGEA 2023

**MULTIPLI DI MERCATO DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO QUOTATE (APRILE-2024)**

Investment Company	EBITDA Mult.	P/E Mult.	Revenues Mult.
3i Group	3,7x	6,6x	3,6x
Apollo	9,6x	14,8x	1,9x
BlackRock	16,3x	19,1x	8,0x
Blackstone	50,8x	26,2x	22,6x
Bridgepoint	10,6x	15,2x	26,3x
Carlyle Group	n/a	11,9x	11,9x
EQT	28,0x	25,4x	15,8x
KKR & Co.	71,0x	21,1x	9,4x

Fonte: Refinitiv (aprile 2024)

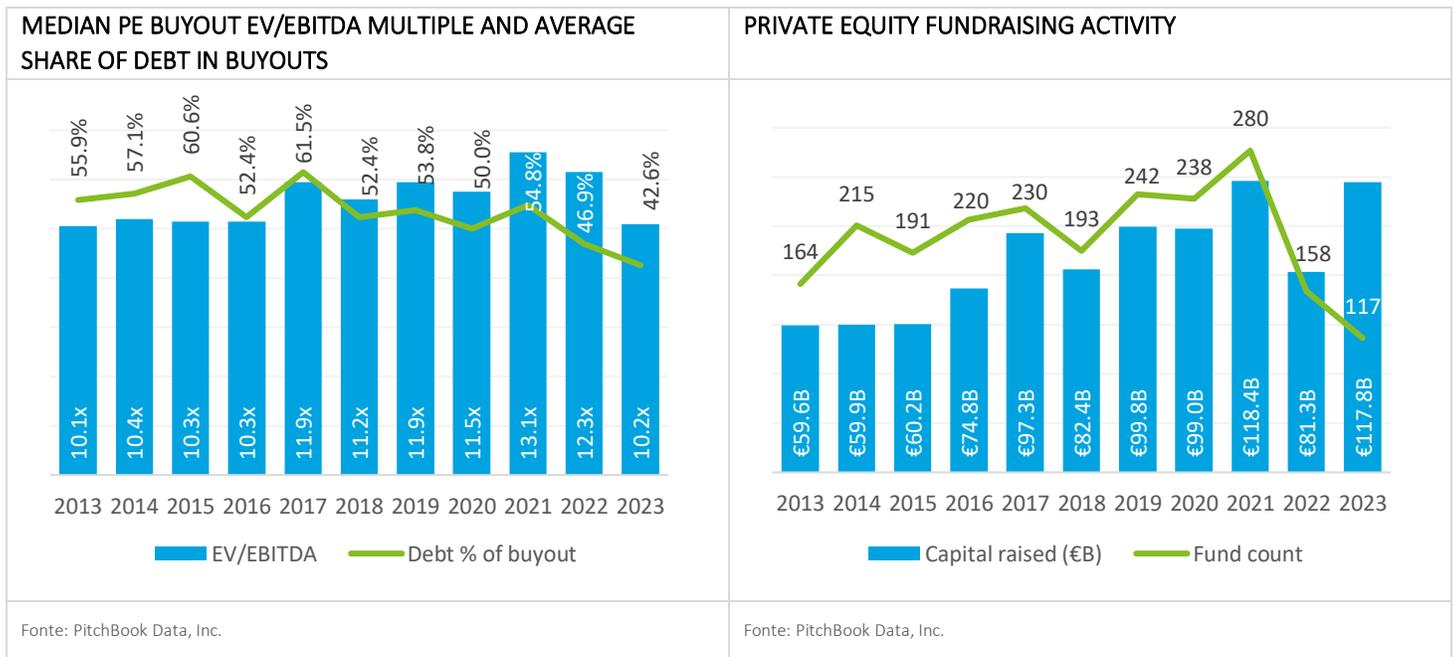
Assumendo che il Private Equity abbia effettivamente sovraperformato in passato, bisognerebbe analizzare quale tipo di "alpha" sia stato in grado di generare e come. Infatti, non solo la dimensione assoluta del suo "alpha" è discutibile e con ampie variazioni, ma potrebbe anche essere stata ottenuta attraverso scorciatoie e non ottenendo un "vero" valore sostenibile. Ricerche accademiche e professionali sull'attribuzione di "alpha relativo", utilizzando una semplice analisi di regressione, mostrano che questa overperformance è stata determinata principalmente da alcuni fattori chiave:

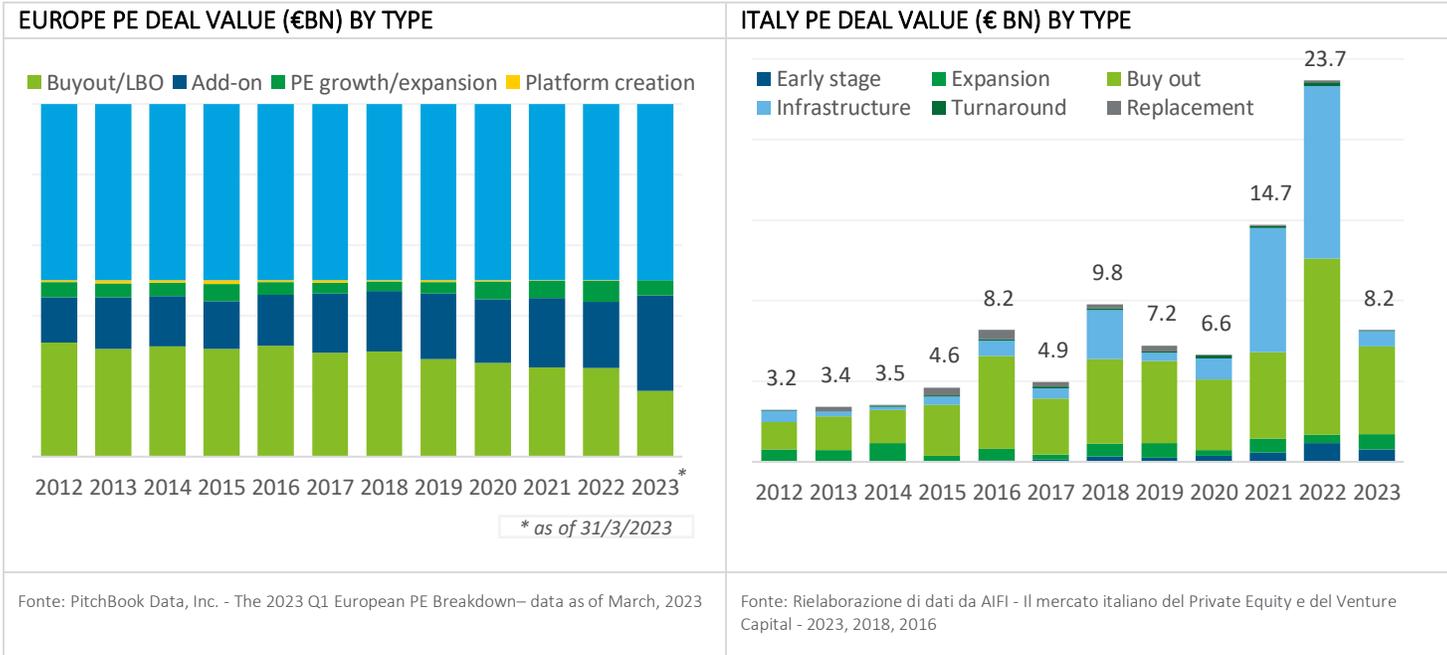
- **Aggiungere leva finanziaria**, utilizzando la società come garanzia. Questo può creare valore di mercato sia perché gli obiettivi erano sottoindebitati, sia – più probabilmente – perché lo erano già, con la leva finanziaria aggiuntiva che trasferisce di fatto valore dai prestatori bancari ai "limited investor" di equity.
- **Realizzare sinergie finanziarie attraverso M&A**. Una società più grande ha maggiori probabilità di attirare

investimenti e a multipli più elevati, grazie anche agli effetti di scala iper-amplificati dei portafogli investiti dai fondi passivi che tendono ad acquistare qualsiasi cosa rientri nell'indice di mercato.

- **Realizzare sinergie di costo** tagliando tutti i tipi di costi discrezionali (dagli approvvigionamenti alle risorse umane) e riducendo l'ammortamento derivante da nuove spese in conto capitale e investimenti, può aumentare temporaneamente l'EBITDA. Tuttavia, questo approccio può portare a un effetto di rimbalzo nel medio-lungo termine.
- **Perseguire distintivi vantaggi competitivi**, attraverso il consolidamento degli attori lungo la catena del valore per raggiungere un posizionamento quasi dominante, consentendo la rinegoziazione degli obblighi contrattuali con le parti interessate. Ciò può estrarre valore aggiunto, ma può anche sollevare preoccupazioni sulla concorrenza leale.

### Exhibit 3 – Private Equity in Europa - Investimenti





## 03 Il futuro: ci sono motivi di preoccupazione?

In ogni caso, come spesso osservato dalla ricerca accademica e dai documenti normativi (come il quasi mai letto KID - Key Information Document), "le performance positive future non sono garantite da quelle passate". Non solo la più lunga serie di "teste" non aumenta la probabilità futura di ottenerne un'altra. Ma anche una serie di fattori esogeni potrebbe suggerire che l'"età dell'oro" dei "super-rendimenti" del Private Equity (SuperReturn è il nome di uno dei più famosi eventi del settore) stia volgendo al termine? In effetti, diverse ragioni lo suggeriscono:

- Poiché la quantità di "dry powder" continua a crescere, con innumerevoli nuovi fondi di Private Equity che spuntano e i grandi americani come Blackstone, Apollo, KKR, Carlyle (ma anche i grandi europei come EQT e CVC) diventano sempre più grandi, una prima domanda riguarda la concorrenza nel settore. Oggi c'è "troppo capitale a caccia di pochi asset?". E il settore è maturo per un consolidamento e una polarizzazione con pochi grandi vincitori generalisti e pochi specialisti di super-nicchia? In effetti, in base al seguente Exhibit - Ragioni per preoccuparsi? Anche ipotizzando una crescita a due cifre dei mercati privati (tra cui il private equity, ma anche l'immobiliare, le infrastrutture e il capitale naturale), l'universo investibile appare piuttosto ampio, il che fa pensare a un lungo futuro per questa asset class. Un consolidamento ben strutturato tra i principali operatori potrebbe quindi rafforzare l'intero settore e portare benefici anche agli investitori;
- Le dimensioni dell'industria stanno diventando troppo potenti ed evidenti per suggerire una regolamentazione più pesante con conseguenti oneri di vigilanza? È ora troppo grande per fornire "alpha" (per definizione matematica, una classe di attività sempre più grande si avvicina all'impossibilità di fornire "alpha", in quanto diventa una parte essenziale del "beta" del mercato, ossia il suo contributo relativo alla media ponderata di tutte le classi di attività investibili cresce a tal punto che qualsiasi "super-rendimento" sia in grado di ottenere in termini assoluti, diventa "beta" in termini relativi. Inoltre, man mano che le scommesse del Private Equity aumentano di dimensioni, diventa più difficile utilizzarle come semplici opportunità di arbitraggio finanziario. In effetti, una regolamentazione più profonda e una supervisione più ampia potrebbero aiutare il settore a migliorare la trasparenza e l'equità nei confronti degli investitori limitati, aprendo la porta alla tanto attesa "democratizzazione" (ossia l'opportunità per gli investitori retail di accedere a questa classe d'investimento, finora esclusiva). Infine, con il suo peso ancora piuttosto basso rispetto ai fondi e agli asset investibili (Exhibit), sembra esserci ampio spazio per fornire "alpha" agli investitori finali;
- Poiché il contesto macroeconomico sta cambiando radicalmente (con meno debito disponibile a un costo molto più elevato) e il contesto geopolitico diventa più incerto e quindi rischioso (dalle tendenze alla deglobalizzazione e al disaccoppiamento, alle guerre regionali potenzialmente in espansione come guerre globali, alle minacce poste dal cambiamento climatico), ci sono abbastanza buone opportunità per compensare l'aumento del costo opportunità del capitale? La proposta di valore del Private Equity, in gran parte non testata e mai pienamente dimostrata, di "fornire alpha in tempi buoni e cattivi" sarebbe abbastanza convincente da continuare ad attrarre nuovi capitali e i migliori talenti, che rappresentano l'energia ad alto numero di ottani necessaria per la crescita del settore? In effetti, la mancanza e l'aumento del costo del debito sono diventati l'ultima opportunità su larga scala per il Private Equity, che ha esteso e diversificato il proprio set di prodotti al credito diretto. E sembra che il Private Equity offra un "alpha" migliore nei momenti di difficoltà, quando i mercati pubblici tendono a non funzionare e a reagire in modo eccessivo alle notizie negative;
- In definitiva, supponendo che in passato il Private Equity abbia effettivamente creato un certo "alpha", di che tipo di valore si trattava e quanto era sostenibile? Quanto di questo era "creazione di valore" o solo "migrazione" - dai finanziatori agli investitori azionari super ricchi, dato il tipico eccesso di leva finanziaria del settore e il suo pay-off

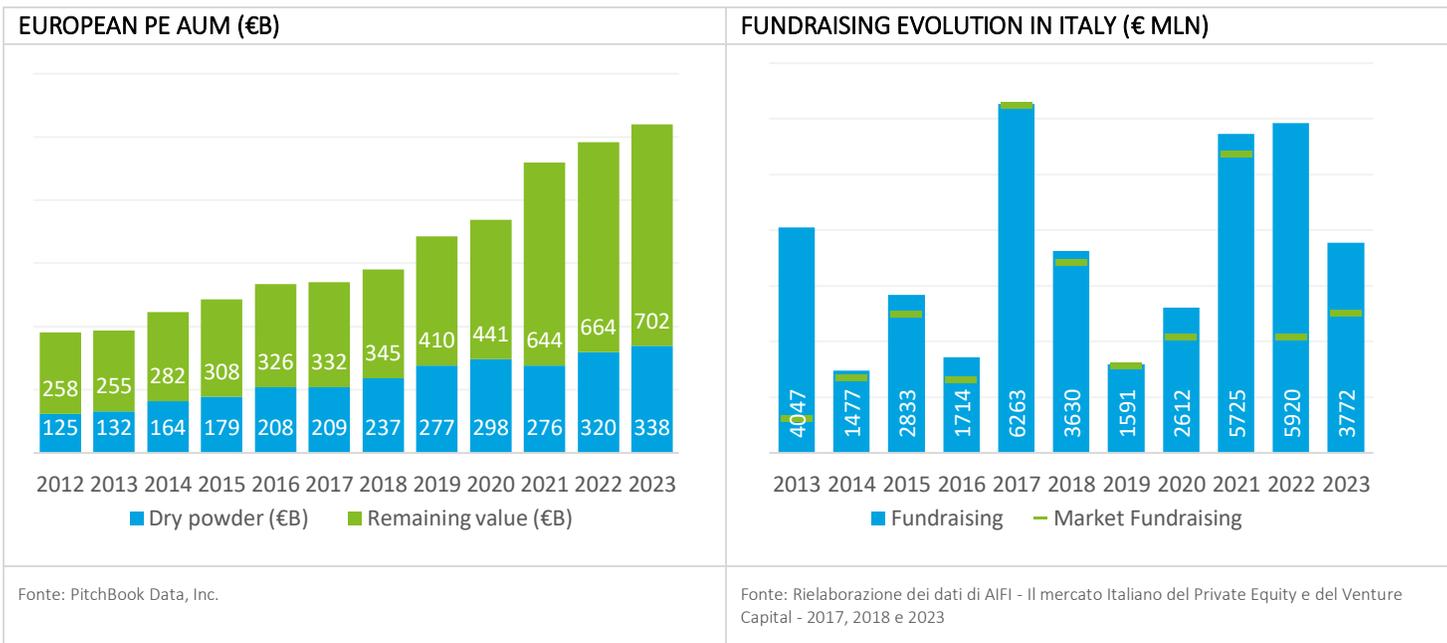
asimmetrico; e dai lavoratori ai manager e investitori super ricchi, data la tipica eccessiva dipendenza del settore dal taglio dei costi finalizzato ad aumentare l'EBITDA in uscita - dato che i prezzi delle transazioni di uscita sono spesso basati su un calcolo multiplo dell'EBITDA? Anche supponendo che il valore economico creato sia sostenibile, la strategia del Private Equity ha perseguito anche altri valori, cioè quelli sociali e ambientali, volti a garantire il benessere psico-fisico a un gran numero di persone e non solo a fare cassa al solito 1% privilegiato? E l'ESG è stato vissuto solo come una moda fastidiosa, già oggetto di contraccolpi e da eliminare al più presto? In realtà, mentre le preoccupazioni per il futuro non implicano necessariamente performance "alpha" poco impegnative, un'opportunità significativa per il Private Equity di perseguire la creazione di valori economici sostenibili e altri obiettivi di sostenibilità è attesa da tempo e potrebbe avvicinarsi rapidamente.

### Exhibit 4 – Reasons to worry? Or optimism to gain?

AUM AND MARKET CAPITALIZATION		
Investment Company	AUM	Market Cap
BlackRock	10 009	119
Blackstone	1 040	159
Apollo Global Management	651	65
KKR & Co.	553*	89
Carlyle Group	426	17
EQT	141	40
Bridgepoint	52	3
3i Group	8	35

Fonte: Refinitiv, 8 aprile, 2024

\* KKR AUM as of end of 2023 (from KKR Investor Day, April 2024)



In breve, per il settore del Private Equity, sebbene le performance passate non siano sempre state una gloria indiscutibile e il futuro appaia pieno di preoccupazioni ragionevoli, ci sono molte ragioni per credere in esso come una turbina forte e secolare che può accendere la crescita, l'innovazione, la ricchezza e il benessere. Certo, nuovi fattori strutturali pongono nuove domande e richiedono nuove soluzioni, per gli operatori che vogliono qualificarsi come vincenti e fornire un vero "alpha" insieme alla creazione di valori sostenibili. In breve, parafrasando Gustave Flaubert, il

passato ci sta limitando e il nostro futuro ci preoccupa - ecco perché, per far sì che il Private Equity diventi sempre più un successo e una vera forza per il bene, dobbiamo vivere il suo presente e agire ora, trasformando il settore per evitare l'altrimenti inevitabile livellamento delle sue performance, e con un necessario grado di ottimismo. Alla fine, come dice il proverbio, "i pessimisti possono sembrare più intelligenti, ma gli ottimisti fanno soldi, nel lungo periodo". Non c'è mai stato un momento migliore per esserlo nel Private Equity.

#### LONG TERM RATIONALE AND SOLUTIONS

##### 6. STRANDED ASSETS AND RENEWABLES:

Ancora un enorme deficit di finanziamento da coprire, con capitale necessario per finanziare la trasformazione a medio-lungo termine di interi asset class/settori

##### 5. TRANSPARENCY AND INTEGRITY-RELATED:

Aggiornamenti dalle normative SEC: rafforzare la protezione degli investitori retail e rendere il settore in generale più resiliente

##### 4. CONSOLIDATION:

La dimensione media del fondo della nuova fase di chiusura è pari a 600 milioni di dollari, in aumento di 200 milioni di dollari rispetto allo scorso anno

##### 1. STRONG SECULAR FUNDAMENTALS:

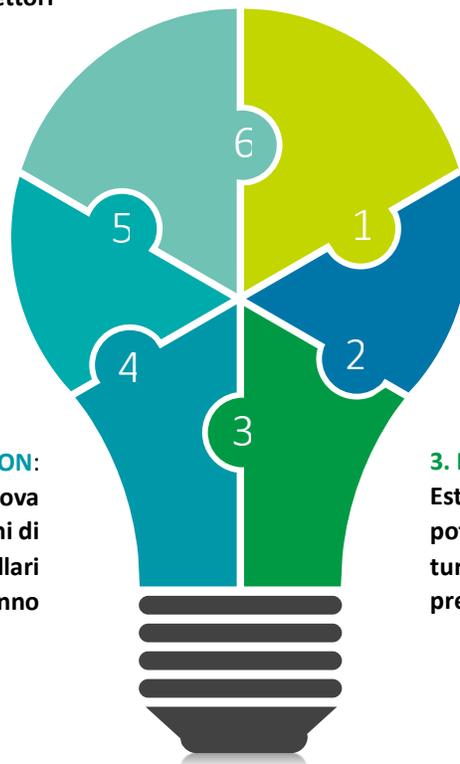
Oltre €230 Tn di risorse finanziarie investibili contro gli attuali €13 Tn (allocazione ideale della ricchezza investita del 20%-40% - ampio gap da coprire)

##### 2. DEMOCRATIZATION THROUGH RETAILIZATION:

Coinvolgimento di investitori privati e retail in partnership con Istituzioni finanziarie

##### 3. POSITIVE START OF A NEW CYCLE:

Esternalità sui mercati derivanti da una potenziale onda lunga di ristrutturazioni e turnaround (nuovo ciclo di investimenti con prezzo più basso)



# 04 Progettare una strategia "smart Beta" nel Private Equity

Sulla base della nostra analisi, il Private Equity ha effettivamente generato "alfa" in passato. Tuttavia, questa performance non è stata unanime e si è spesso basata su strategie come l'utilizzo dell'asimmetria informativa, le tecniche finanziarie tradizionali e l'operare in mercati relativamente poco sviluppati con una concorrenza limitata. Di conseguenza, gran parte dell'"alfa" incorporato nel suo attuale modello di business potrebbe subire un'erosione a causa dell'evoluzione delle condizioni macroeconomiche e geopolitiche, che introducono sfide e venti contrari senza precedenti. Lo scenario di base per il Private Equity nel prossimo decennio è quindi quello di una "grande trappola di livellamento", con il Santo Graal dell'alpha sempre più difficile da ottenere. In realtà, una meta-tendenza di "betizzazione" potrebbe caratterizzare il mondo dell'asset management, in quanto gli investimenti passivi diventano sempre più dominanti e guidati dagli indicizzati - quindi, con le aziende

più grandi incluse in essi che diventano sempre più grandi, in quanto investite quasi di default; e le PMI che rimangono fuori dai grandi flussi di denaro e dalla sotto-scala, quasi di conseguenza. La selezione delle migliori PMI e la loro gestione attiva una volta investite è di fatto una funzione cruciale svolta dal Private Equity, in quanto garantisce che la darwiniana "sopravvivenza del più adatto" contribuisca a un meccanismo di mercato di allocazione ottimale di qualsiasi tipo di risorsa scarsa - capitale incluso - e alla schumpeteriana "innovazione distruttiva" che ne consegue, riadattando dinamicamente la composizione degli indici. Poiché ciò si applica alle aziende, oltre che ai settori e ai Paesi, sosteniamo che un'opportunità significativa di sovraperformare in futuro verrà dall'asset allocation strategica "smart beta", basata sulle "invarianze competitive" emergenti dai temi d'investimento meta (e non meme).

## Exhibit 5 – Meta temi di investimento meta (non meme) per combattere la scommessa del settore

L'**Alpha** denota i **rendimenti anomali** derivanti da origini non di mercato, come operazioni di PE, tipicamente dedotte valutando l'overperformance o l'underperformance **dell'investimento rispetto a uno specifico benchmark del public market** (Gredil et al., 2014).



### ALPHA AND BETA IN PE INVESTMENTS

Il **Beta** indica il **rischio sistematico** di un investimento specifico. Un'interpretazione contemporanea di questa metrica è lo **Smart Beta**, noto anche come beta strategico, che comprende **vari fattori di investimento** come il momentum e la qualità (Morningstar)



## MEME

Si riferisce a una **strategia di investimento** che segue i concetti **che si diffonde rapidamente tra i professionisti del settore**. Può incapsulare intuizioni condivise, umorismo o riferimenti culturali all'interno **della comunità di private equity**.



## META

Si riferisce a una **strategia di investimento** che segue le **tendenze generali** che influenzano il settore nel suo complesso. Questi meta-temi possono includere fattori economici più ampi, progressi tecnologici, cambiamenti nel comportamento dei consumatori o dinamiche di mercato globali **che hanno un impatto sul panorama generale del PE**.

## META THEMES



01

**TECHNOLOGICAL DISRUPTION:** Tecnologie innovative che giungono a maturazione e portano a innovazioni nella creazione di valore in tutte le industrie e i settori



02

**CONSUMER TRENDS AND PREFERENCES:** Cambiamenti strutturali nella domanda e nell'offerta che fungono da catalizzatori per dinamiche di concorrenza lungo la catena del valore



03

**CULTURAL AND DEMOGRAPHIC SHIFTS:** Altri cambiamenti strutturali nel tessuto sociale (ad es. demografia, urbanizzazione, comportamenti sociali)



04

**MACROECONOMIC DISLOCATIONS:** E altri fattori di rischio esogeni che portano a dislocazioni del mercato e migrazioni di valore



05

**REGULATORY CHANGES:** Cambiamenti geopolitici e delle politiche industriali che hanno un impatto sulle strutture del mercato globale e locale e sui corridoi commerciali/finanziari



06

**LONG-TERM ECONOMIC RESILIENCE:** Le sfide esistenziali che ci attendono legate alla sostenibilità e il loro impatto sulla creazione di valore economico a breve-medio-lungo termine



07

**CYBERSECURITY AND DATA PRIVACY:** Riconoscere la crescente importanza della sicurezza informatica e della privacy dei dati in un mondo sempre più digitale



08

**EDUCATION AND LIFELONG LEARNING:** Esplorare le opportunità nel settore dell'istruzione, comprese le piattaforme di apprendimento online, la formazione professionale e le iniziative di apprendimento permanente



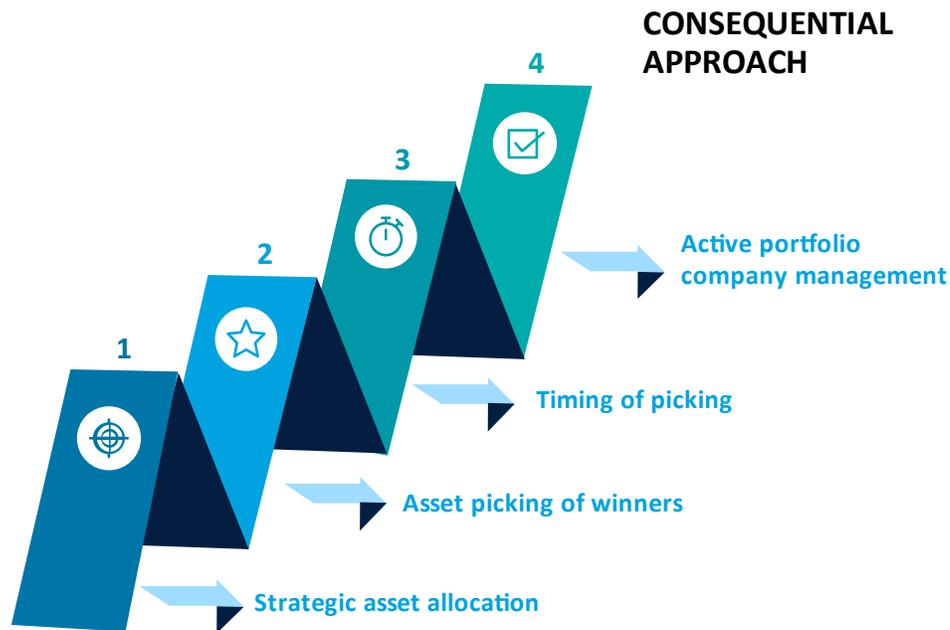
09

**DIVERSITY AND INCLUSION:** promuovere l'innovazione e la resilienza all'interno delle industrie, migliorare la governance aziendale e stimolare una crescita economica sostenibile



10

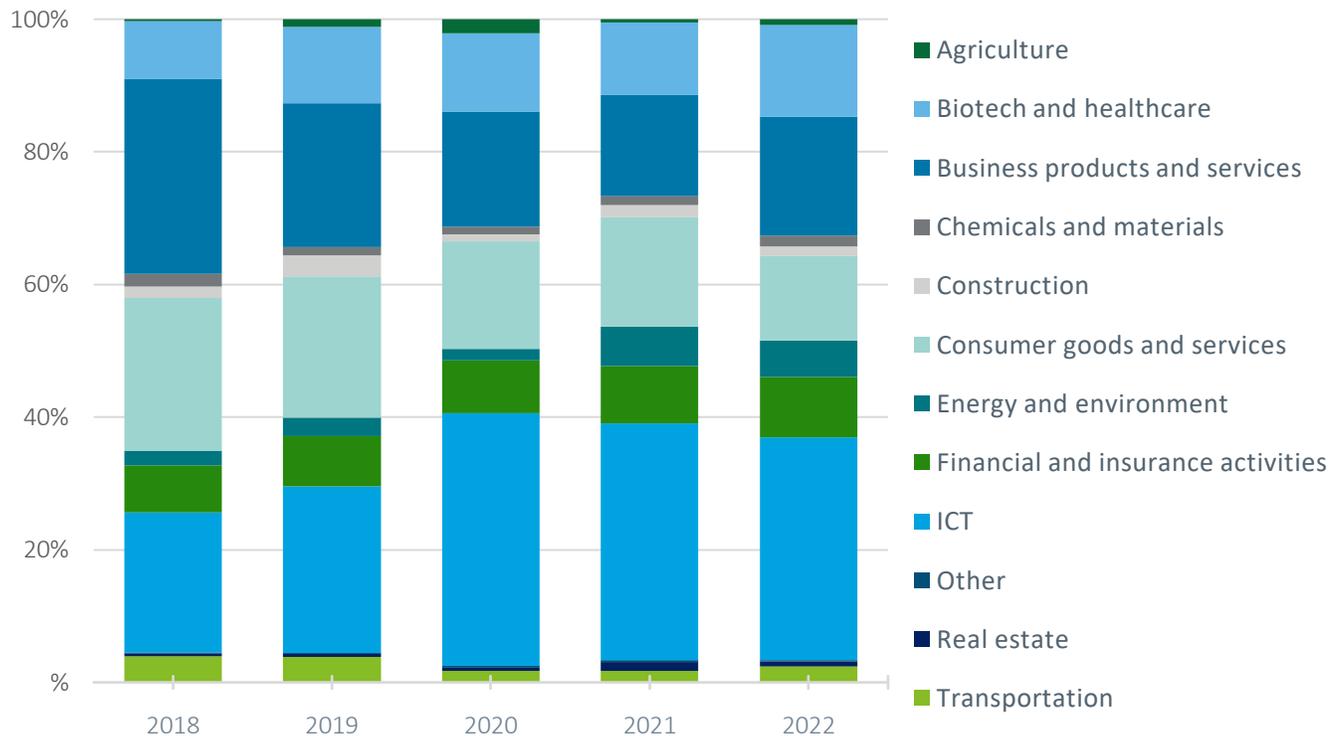
**HEALTH & WELLNESS:** Si consideri la crescente attenzione alla salute e al benessere, comprese le tendenze nell'assistenza sanitaria preventiva, nella medicina personalizzata e nel turismo del benessere



In altre parole, per gli operatori generalisti del Private Equity, posizionarsi giustamente sulle meta-tendenze e sulle tesi di investimento che, in media, creeranno più valore in futuro (e indipendentemente dalla dispersione tra vincitori e vinti) diventerà un vantaggio competitivo più significativo e meglio apprezzato. Il posizionamento verso i "veicoli a batteria elettrica" e verso i "veicoli a motore a combustione", all'interno del settore automobilistico, potrebbe essere un buon esempio di posizionamento "smart beta" che si sarebbe potuto fare in passato, dato che la creazione di "alpha" non era comunque assicurata (molti produttori dei primi sono falliti, e alcuni dei secondi stanno ancora andando bene e si stanno progressivamente riconvertendo), ma potrebbe rendere più facile superare con successo le successive selezioni di asset e di tempo, portando a un investimento performante. Una maggiore attenzione all'asset allocation strategica e alla selezione di temi d'investimento di lungo termine - oggi quasi assenti nel Private Equity di medio mercato - non solo potrebbe guidare il posizionamento "smart beta", facendo in modo che l'indice venga battuto, anche se di poco, ma quasi certamente; ma potrebbe anche diminuire il costo opportunità del capitale, stimolando le possibilità di creare valore. Possiamo quindi definire lo "smart

beta" come il posizionamento strategico e selettivo che le piattaforme "alpha" si prefiggono di realizzare, cercando di anticipare i cicli economici e le migrazioni di valore che si verificheranno tra settori, sottosectori, fasi della catena del valore, tecnologie e aree geografiche. Poiché il beta mira a massimizzare la diversificazione (e può essere facilmente investito attraverso gli indici dei fondi passivi, ma solo includendo le società già negoziate nei mercati azionari), lo "smart beta" può offrire un'ulteriore diversificazione proveniente dalle PMI private e con un tocco di novità: riposizionare l'asset allocation in anticipo rispetto alle nuove ondate di creazione o migrazione di valore. Riducendo il profilo di rischio complessivo, un approccio "smart beta" potrebbe anche rendere il private equity più facilmente investibile dai risparmiatori retail e quindi più democratico e inclusivo. Potrebbe anche essere usato come contraltare al suo "sconto sull'illiquidità", in quanto un portafoglio di investimenti "smart beta" di Private Equity più diversificato e meglio pianificato potrebbe essere più facilmente investito da fondi secondari, costruendo il proprio portafoglio "smart beta" più ampio (come somma di quote di molti fondi indipendenti), o addirittura quotato in borsa.

### MID-MARKET FUND INVESTMENTS IN EUROPE



Fonte: Invest Europe, Mid-Market Private Equity - Europe's Engine for Growth (Ottobre, 2023)

# 05 Sviluppare una "piattaforma alpha" nel Private Equity

Negli ultimi anni è cambiato quasi tutto, con diversi fattori che potenzialmente possono influenzare le performance future e il posizionamento competitivo del Private Equity. L'aumento della volatilità macroeconomica ha portato prima all'inflazione e poi a una minore (e più costosa) disponibilità di debito, seguita dal disaccoppiamento geopolitico, dalle rotture della catena di approvvigionamento, dall'escalation di guerre regionali e dai rischi legati al cambiamento climatico: tutto ciò ha eroso gran parte dell'"alpha" tradizionalmente sostenuto dalla leva finanziaria. Inoltre, un trade-off intrinseco tra le crescenti richieste di adottare un playbook ESG e il contraccolpo promosso dai suoi detrattori ha reso più difficile la vita degli investitori privati, con gli investitori attenti all'ESG che chiedono più obiettivi di sostenibilità, ma allo stesso tempo non sono pronti a rinunciare a qualsiasi rendimento aggiuntivo atteso. Non solo la riduzione dei costi - un altro tradizionale fattore di "alpha" - è diventata più difficile da attuare in quanto meno socialmente accettabile, ma anche i quadri ESG sono diventati più costosi da gestire. Se tutto ciò non bastasse, i notevoli ritardi (se non addirittura i blocchi) nell'uscita delle società in portafoglio investite (circa 28.000 alla fine del 2023) hanno ostacolato il tradizionale ciclo "raccolgere-impiegare-distribuire-rilanciare" del capitale. Periodi di detenzione forzatamente più lunghi portano a "sconti di illiquidità" più elevati, a un IRR ridotto (a causa dell'effetto di sconto del valore temporale del denaro più elevato) e quindi a un "alpha" più basso (se mai ci sarà).

Per quanto riguarda la raccolta di capitali, la riduzione dei fondi disponibili per il reinvestimento ha alimentato un numero sempre minore di operatori, con gli investitori istituzionali che hanno concentrato le loro scommesse sui "grandi nomi" della strada. Se da un lato le maggiori quantità di capitale gestite da un minor numero di operatori rendono più difficile la massimizzazione dell'IRR (in percentuale) e quindi dell'"alpha", dall'altro per i loro general manager c'è un enorme incentivo a spingere per operazioni sempre più grandi, dato che il loro carried interest è determinato dall'IRR

(in percentuale, oltre il suo "hurdle rate") moltiplicato per il capitale impiegato (in termini di volume). È quindi più facile per loro aumentare il volume e recuperare la percentuale persa, ottenendo lo stesso carried interest in euro! In effetti, l'incentivo implicito a fare operazioni sempre più grandi, spesso coinvolgendo società già quotate in borsa, potrebbe erodere ulteriormente il vero "alpha" fornito dal settore e limitare il suo contributo alla "sopravvivenza del più adatto" delle PMI e alla relativa "distruzione creativa". I pay off asimmetrici possono anche portare a un incentivo ad aumentare i rischi, dato che c'è poca correlazione tra il track record dei rendimenti corretti per il rischio del gestore alternativo e la sua capacità di raccogliere ulteriori capitali (che vengono raccolti solo dai "grandi nomi").

In che modo il Private Equity, come settore e come modello di business, potrebbe essere trasformato per riacquistare il suo fascino competitivo e la sua capacità di fornire "alpha" reale e sostenibile - ai suoi investitori limitati e (più in generale) ai suoi stakeholder? Certamente, una maggiore trasparenza sulle commissioni e sulla governance, un'astuta asset allocation strategica incentrata sullo "smart beta" e un modello di incentivi più allineato per i gestori generali, affinché si concentrino su un "alpha" sostenibile, potrebbero essere d'aiuto. Tuttavia, la prova di concetto delle capacità di creazione di "alpha" del Private Equity dovrebbe venire dalla sua gestione attiva delle società in portafoglio. Se un Private Equity si dimostra un proprietario e un gestore migliore, il valore realmente accrescitivo dovrebbe seguire naturalmente lungo il periodo di detenzione. Anche nel caso di periodi di "detenzione" forzatamente più lunghi, ciò significherebbe solo una maggiore opportunità di creare un "alpha" ancora più elevato. Infatti, la gestione attiva delle società può creare "alpha relativo" su più dimensioni, e non solo aggiungendo debito e tagliando i costi. La rilevanza del track record dei partner operativi (i "gestori ombra delle società in portafoglio") dovrebbe quindi essere pari a quella dei partner d'investimento (i "deal maker - acquirenti e venditori").

Potrebbero includere un mix ben bilanciato di esperienze professionali, competenze tecniche e profondità settoriale verticale. Se il Private Equity riesce a dimostrare la sua abilità replicabile nella creazione di "alpha" attraverso una migliore gestione delle aziende, dovrebbe anche essere in grado di attrarre più capitale paziente e con un costo opportunità inferiore. Man mano che l'"alpha" viene incorporata nei processi e negli approcci gestionali della "piattaforma alpha", dovrebbe anche essere in grado di attrarre meglio gli imprenditori come potenziali venditori e partner, che vedrebbero un partner finanziario ma con una profonda conoscenza industriale e potenzialmente più adatto a gestire la loro azienda nel prossimo ciclo di crescita. Una "piattaforma alpha" attiva nella gestione delle società in

portafoglio si concentrerebbe quindi sull'accelerazione della crescita, sull'aumento dei margini e sull'incremento dell'innovazione, quasi in parallelo. Una maggiore "platformization" della maggior parte dei servizi critici forniti porterebbe a una loro adozione più rapida ed estesa, con l'obiettivo a lungo termine di fornire il "Private Equity as a service", con la gestione attiva come vincente e il capitale finanziario (una semplice commodity) come qualificante. In ultima analisi, se questa ricerca dovesse includere anche altri valori non economici, la "piattaforma alpha as-a service" del Private Equity potrebbe aiutare ancora di più le società in portafoglio investite a svilupparsi come migliori aziende sostenibili.

# 06 Un "decalogo" per guidare la creazione di valore sostenibile

Se da un lato è fondamentale per il Private Equity azzeccare le meta-tendenze "smart beta" e le relative tesi d'investimento, dall'altro è necessario definire e affrontare la creazione di valori realmente sostenibili, compresi, ma non solo, gli obiettivi finanziari ed economici, a livello di società in portafoglio. In effetti, il test acido di qualsiasi "piattaforma alpha" riguarda in ultima analisi la sua capacità di fornire "alpha", indipendentemente dal settore o dal ciclo economico in cui si trova. L'essere un forte selezionatore di asset e di

tempi è certamente un tratto qualificante nel Private Equity, ma mentre questa è una caratteristica dominante degli investitori di successo nei mercati azionari, per gli sponsor finanziari (il gergo del settore per gli operatori del Private Equity) il loro attributo vincente è la capacità di governare e gestire al meglio la società investita, dimostrando di essere il suo miglior proprietario per il periodo di detenzione successivo.

Exhibit – MASA: Make Alpha Sustainable Again



Infatti, a prescindere dai numerosi tecnicismi che differenziano i mercati privati da quelli pubblici, la proposta più unica e speciale del Private Equity è la sua capacità di comandare (nel caso di investimenti di maggioranza) o di influenzare fortemente (nel caso di minoranze) e di stimolare la trasformazione dell'azienda, necessaria perché questa possa innovare, svilupparsi e crescere con profitto.

Per raggiungere questi obiettivi strategici, i "vecchi trucchi" (caricare il debito, tagliare i costi, gonfiare l'EBITDA nello "sprint" finale) non sono più sufficienti. E la principale strategia di creazione di valore non deve basarsi sull'ipotesi di poter "comprare basso e vendere alto" (sempre un buon punto di partenza, nell'ipotesi di un mondo di stupidi). Se il valore economico che verrà fornito è sostenibile nel suo modello e si sforza anche di raggiungere altri obiettivi socialmente e ambientalmente sensati, il Private Equity sarà diventato non solo un'industria quasi inarrestabile, ma anche una forza per il bene.

Con questa ambizione in mente, ci concentriamo ora sulla descrizione di un decalogo parziale, in continua evoluzione e soggetto a vincoli, di fattori per gestire attivamente le società in portafoglio e farle evolvere in società migliori e più forti, auspicabilmente insieme ai loro ecosistemi:

1. **Productivity-driven industrialization.** Le riduzioni dei costi per le risorse umane, gli acquisti e altre spese e la riduzione degli ammortamenti sui nuovi investimenti sono state una delle strategie più alla moda perseguite dal Private Equity per ottenere miglioramenti dell'EBITDA a breve termine (o "sprint", eseguiti quando il fondo sta per uscire dai suoi investimenti). In quanto tali, si sono spesso ritorte contro, con dipendenti scontenti e fornitori non impegnati che hanno provocato il "bungee jumping" delle strutture di costo, e con la riduzione degli investimenti (anche in ADV e marketing) che ha portato a una crescita inferiore e all'erosione dei margini. Una nuova enfasi sull'"industrializzazione" dovrebbe invece puntare a un reale aumento della produttività, a fare di più con meno e a prendersi cura di tutte le risorse non rinnovabili utilizzate. Un'industrializzazione ottimale dovrebbe iniziare con la progettazione del modello operativo target e riconsiderare tutte le capacità e i processi richiesti come front-to-back e partendo dai clienti.

2. **Digital transformation and adoption.** Per quanto si parli di trasformazione digitale, degli investimenti necessari e del ROI atteso, non si è ancora fatto molto per le PMI. Quando sono stati fatti, i grandi investimenti IT sono stati spesso implementati in modo irrilevante, portando (nel migliore dei casi) a modi più efficienti/ efficaci di fare le solite cose. L'adozione di soluzioni basate sul cloud può invece portare alla revisione di grandi stack tecnologici e alla dismissione di applicazioni legacy. Può anche consentire alle PMI di perseguire cambiamenti su larga scala che un tempo erano appannaggio esclusivo delle grandi aziende con enormi budget IT. In effetti, l'agilità e l'adozione flessibile di nuove applicazioni e tecnologie digitali, man mano che arrivano sul mercato e maturano, stanno diventando una fonte di vantaggio competitivo, soprattutto quando portano a nuovi modi di fare le cose, a fornire proposte di valore innovative e a cambiare il modello di business nel processo.
3. **Singularity company with a human lead.** L'IA (e la Gen-AI nello specifico) ha generato molto clamore, spesso oscurando gli incredibili progressi scientifici raggiunti nel campo e le poche applicazioni pratiche (ma anche molto interessanti e potenzialmente molto remunerative) che potrebbero essere rese già disponibili per le PMI. Per renderlo reale e portarlo a compimento, un numero limitato di casi d'uso può essere identificato e promosso dallo sponsor finanziario per la sperimentazione iniziale e successivamente, in caso di successo, per l'adozione su larga scala. Con gli esseri umani al comando, è possibile aumentare quasi tutte le capacità, dalla pianificazione alla gestione del rischio, fino alla produzione e al marketing. Sebbene un "momento di singolarità" dominato da un'Intelligenza Artificiale Generale (AGI) sia ancora lontano, le aziende che pensano alla singolarità potrebbero già beneficiare di una migliore intelligenza generale (artificiale e umana) per fare le cose meglio, per fornire il miglior valore ai loro migliori clienti.
4. **Value proposition "as a service".** Per decenni le discussioni si sono concentrate sul passaggio secolare dall'agricoltura e dal settore manifatturiero

all'industria e poi ai servizi, con questi spostamenti strutturali che avrebbero portato a una maggiore ricchezza per le nazioni più scaltre. Una nuova tendenza sta ora rendendo questi ampi settori sempre più codipendenti e con destini intrecciati. Mentre l'agricoltura, le automobili e persino gli immobili si basano principalmente su dati, software e servizi correlati che possono essere forniti da terzi specializzati, le aziende di servizi hanno bisogno di risorse naturali, prodotti hardware e un ambiente costruito per mantenere pienamente le loro promesse. Per le PMI che operano in uno di questi settori, l'opzione strategica è quella di concentrarsi sul proprio vantaggio competitivo di base e lasciare che altre parti strategiche operino in modo sinergico, per poi concentrarsi congiuntamente sulla proposta di valore finale e conseguente fornita "come servizio" ai clienti finali.

5. **Innovative technologies as change agent.** Le tecnologie innovative non sono appannaggio del software digitale e non si limitano all'intelligenza artificiale o all'informatica quantistica. In realtà, una vasta gamma di tecnologie sta maturando ed è pronta per essere adottata su larga scala, provenendo da campi disparati come le biotecnologie e le scienze della vita, la genetica e la longevità, i materiali di precisione, l'alimentazione e l'agricoltura, l'energia rinnovabile, la comunicazione-transporto e l'economia spaziale, per citarne alcuni. Mentre grandi investimenti in R&S sono stati probabilmente già effettuati da istituzioni statali o da grandi aziende, un'adozione "rapida e rapida" da parte delle PMI potrebbe portare alla generazione di valore trasformativo e allo sviluppo di una copertura competitiva sui "verticali applicativi" selezionati. Pertanto, le tecnologie innovative, anche se non create e sviluppate internamente, possono portare a discontinuità nel modello di business dell'azienda e persino nel suo scopo finale, agendo realmente come agenti di cambiamento.
6. **Finance and M&A to drive growth.** La strategia dovrebbe essere informata dalla missione e dalla visione del futuro che l'azienda vuole raggiungere, mentre la finanza (e le fusioni e acquisizioni) sono strumenti per sostenerne l'esecuzione. Tuttavia, la finanza e le fusioni e acquisizioni possono svolgere un ruolo cruciale nell'identificazione e nell'esecuzione di opzioni organiche (ad esempio, con investimenti di capitale necessari) e inorganiche (ad esempio, con fusioni e acquisizioni) per guidare una crescita sostenuta. Una strategia di crescita guidata da uno sponsor finanziario potrebbe quindi prendere in considerazione un mix ottimale dei due, aggiungendo una maggiore attenzione all'industria rispetto alla tipica M&A "buy and build" e sfruttando maggiormente l'integrazione post-fusione per creare realmente un'entità accresciuta e di nuova aggregazione. Poiché "piccolo non è (più) bello" e probabilmente è meno efficiente ed efficace, per le PMI si può trarre un grande valore dalle strategie di crescita che sono innescate dal capitale e dalle fusioni e acquisizioni promosse dallo sponsor finanziario, ma per farle funzionare è necessario un razionale strategico e una visione industriale.
7. **Active portfolio management.** La gestione attiva del portafoglio può aggiungere valore, su base corretta per il rischio, a un private equity a livello di fondo e di società. A livello di fondo, il CFO dello sponsor finanziario può allocare strategicamente i propri investimenti, diversificando le scommesse a lungo termine e creando sinergie tra le leve di creazione di valore utilizzate in più società in portafoglio (ad esempio, sul costo complessivo del finanziamento o sull'approvvigionamento di terzi in pool). A livello aziendale, il CFO può guidare l'allocazione ottimale di risorse scarse all'interno del mercato interno di potenziali utenti (ad esempio, unità aziendali, linee di servizi e prodotti, canali di distribuzione), portando così alla creazione di valore ottimale. Per agire come guardiano del capitale investito dallo sponsor finanziario e come arbitro del mercato competitivo che utilizza risorse scarse e non rinnovabili, il CFO ha bisogno di un sistema di informazioni finanziarie completamente integrato e standardizzato.
8. **Risk as production factor.** Qualsiasi attività imprenditoriale comporta incertezza. Pertanto, i rischi sono il "fattore di produzione" inevitabile e necessario di qualsiasi PMI. I rischi possono portare a rendimenti superiori, superiori al costo del capitale dello sponsor finanziario e superiori a quelli dell'indice di borsa (producendo quindi valore

economico aggiunto e "alpha"). Oppure possono potenzialmente portare a perdite di valore - del capitale investito dagli azionisti, del debito fornito dai finanziatori, dell'impegno professionale pagato dai dipendenti e dai partner commerciali e delle risorse naturali fornite dall'ecosistema complessivo (ad esempio, aria e acqua pulite, terreno fertile, ambiente piacevole, clima stabile). Una comprensione olistica dei rischi e la loro gestione pragmatica e proattiva possono portare all'ottimizzazione della ricchezza creata dall'azienda per i suoi sponsor finanziari e del benessere per gli altri stakeholder - ed è necessaria per la creazione di valori sostenibili.

**9. Sustainability as competitive advantage.**

L'interpretazione più comune della sostenibilità da parte del Private Equity è quella di "vincolo". Si tratta di un elemento necessario per raccogliere capitali e rispettare le normative, nonché di un costo che può ostacolare l'efficienza. È anche un insieme di ulteriori limiti (spesso contrastanti) che possono ritardare o far deragliare la strategia di massimizzazione del IRR o porre un limite alla moltiplicazione del capitale del fondo. In realtà, ci possono essere modi e casi in cui il perseguimento della sostenibilità da parte delle PMI può sostenere la creazione di un posizionamento competitivo più unico e convincente, che porta "di conseguenza" (e non "nonostante") a una maggiore performance

economica e "alpha". Ad esempio, le PMI possono scommettere su un cambiamento strutturale guidato dalla trasformazione verde (ad esempio, le batterie energetiche allo stato solido), o su un cambiamento nel comportamento dei clienti orientati alla sostenibilità (ad esempio, l'ambiente controllato, l'agricoltura rigenerativa per la produzione di alimenti) e vincere alla grande.

- 10. Fast future forward.** Indipendentemente dal "decalogo", mai esaustivo e sempre mutevole, dei driver per sostenere la creazione di valore e la generazione di "alpha", il Private Equity può agire come catalizzatore e acceleratore delle PMI che sono disposte a considerare questa opzione, raccogliendo la sfida del cambiamento, per costruire il loro futuro e avanzare rapidamente. Gli sponsor finanziari possono farlo evolvendo la governance dell'azienda investita, managerializzando la sua struttura organizzativa e investendo per svilupparsi su più fronti, dalla formazione alla R&S, dalla tecnologia all'M&A. Ma soprattutto, possono portare e radicare nuove e più elevate ambizioni, allineando gli incentivi di più parti interessate verso pochi obiettivi comuni e condivisi. Possono infondere energia e ispirare la passione per la performance, portando con sé le migliori pratiche e i talenti. In breve, un ultimo driver "alpha" comporta la contrazione temporale della PMI proiettata rapidamente verso futuri più elevati.

# 07 Primary Research: Creare "alpha" nel Private Equity Mid-Market in Italia

Deloitte ha condotto un'indagine tra diversi professionisti del Private Equity, con particolare attenzione al Mid-Market italiano, al fine di raccogliere informazioni circa la capacità del settore di generare "alfa" attraverso gli investimenti. All'indagine hanno preso parte trentasei professionisti di 32 società di PE.

Nel complesso, gli intervistati hanno espresso fiducia nel fatto che il settore del Private Equity ha storicamente e continuerà in futuro a superare i public markets nel generare "alfa". Per mantenere la sua posizione di vantaggio, il settore non deve confidare su un cieco ottimismo, ma piuttosto rimanere in sintonia con le tendenze e le influenze emergenti. Questa consapevolezza e l'adeguata risposta a fattori esogeni e fattori endogeni sono fondamentali per mantenere le aspettative della generazione futura di "Alpha".

Fattori esogeni come i conflitti internazionali, il decoupling geopolitico e la de-globalizzazione, insieme a fattori endogeni all'industria, come l'intensificarsi della concorrenza e un crescente patrimonio di capitale non investito - "dry powder" - non efficacemente allocato in asset di alta qualità, sono emersi come le sfide principali che l'industria deve affrontare. Inoltre, nel contesto del panorama italiano, è emerso che la complessità dell'attuale quadro legislativo può rappresentare una sfida sottovalutata per gli investitori che valutano i rischi del sistema legale, influenzando potenzialmente la loro tendenza a preferire opportunità di investimento in altri paesi europei.

D'altro canto, altri elementi esogeni, come la maggiore considerazione del Private Equity come una risorsa, o l'implementazione dell'IA e della Gen-AI, ed endogeni, come il consolidamento di una piattaforma scalabile attraverso le fusioni e acquisizioni (bolt-on M&A), possono invece servire come leve per sostenere la creazione di valore. Secondo uno degli intervistati la sfida principale del mercato italiano delle mid-cap è la sua ridotta dimensione: i ricavi limitati riducono

il flusso di cassa disponibile per gli investimenti. Pertanto, a suo avviso, il principale fattore di crescita di un'azienda consiste nel portarla a un livello tale da poter investire, attrarre capitale umano di alto livello e competere quindi a livello internazionale. Di conseguenza, l'apporto di capitale privato può alimentare la crescita e produrre rendimenti eccezionali.

La maggior parte degli intervistati considera l'allocation strategica, sia a livello di settore che di tesi di investimento, un elemento fondamentale per garantire l'"alpha" nei prossimi anni. Gli investitori professionali del Private Capital, infatti, maturano expertise, che li porta ad avere maggiori probabilità di creare "alpha" nei prossimi anni anche per mitigare il rischio di investimento.

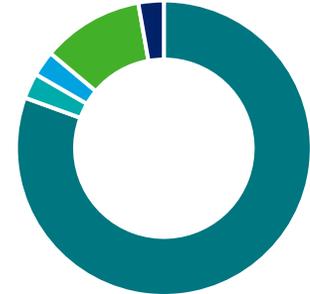
Altri due fattori cruciali menzionati sono la capacità della leadership di gestire l'azienda adeguandosi ai cambiamenti in corso e alle tendenze attuali del settore. Spesso gli investimenti di successo coincidono con aziende che stanno vivendo una significativa disruption del settore, dimostrando la loro capacità di identificare e capitalizzare efficacemente questi cambiamenti.

In definitiva, lo sfruttamento dei notevoli vantaggi competitivi emergenti evidenziati dall'indagine, tra cui la digitalizzazione delle imprese, lo sviluppo strategico dell'M&A e l'industrializzazione dei modelli operativi, dovrebbe essere integrato da un approccio lungimirante alle tendenze specifiche del settore. Questa strategia globale è essenziale per migliorare la creazione di "Alpha". Pur sottolineando l'eccellenza del settore manifatturiero italiano come polo di attrazione di capitali e di creazione di valore, gli esperti coinvolti nell'indagine hanno evidenziato le tendenze emergenti come punto focale. Queste tendenze indicano un orientamento verso settori più innovativi come la Digital Transformation, la Tecnologia, la Green Technology, l'innovazione nell'Healthcare e l'Industria Alimentare.

Di seguito i risultati dettagliati dell'indagine.

**1. Do you believe Private Equity, as an industry, has created "alpha" in the last decade?**

● It has overperformed stock markets and through the cycle	81%
● It has overperformed stock markets but just in growth phases	3%
● It has overperformed stock markets but just in recession phases	3%
● It has overperformed stock markets but not counting any "illiquidity premium"	11%
● It has not overperformed stock markets therefore has not created "alpha"	3%



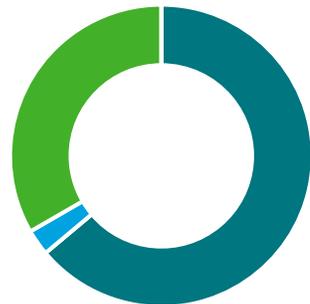
**2. Which industry have you been targeting mostly to support "alpha" in the last decade?**

● Energy, infra-related and transportation	6%
● Technology, media and telecommunication	22%
● Consumer (incl. Fashion, Food, Furniture etc.)	22%
● Manufacturing - across sub sectors	36%
● Services (incl. Education, Health, Financial services)	14%



**3. Which strategy have you been targeting mostly to support "alpha" in the last decade?**

● Consolidation to create at-scale platform via bolt-on M&A	64%
● Cost cutting at procurement and HR level	0%
● Digital and/or green transformation	3%
● Organic volume growth (incl. Internationalization, New Products/Client segments)	33%
● Organic margin improvement (incl. Marketing, Targeting, Pricing optimization)	0%



4. Do you believe Private Equity, as an industry, will create "alpha" in the next decade?

● It will create strong "alpha" and through the cycle	75%
● It will create "alpha" but just in growth phases	6%
● It will create "alpha" but just in recession phases	0%
● It will overperform stockmarkets but not counting any "illiquidity premium"	19%
● It will not overperform stockmarkets and therefore will not create "alpha"	0%



5. Which exogenous factors could mostly hamper the ability of private equity to deliver "alpha"?

● New interest rate environment and less favorable availability/cost of debt	17%
● Geopolitical decoupling, de-globalization and ruptures in the supply chain	31%
● Change in demographics and in related consumers' buying patterns	6%
● Escalation of regional and global wars and their impacts on markets and societies	44%
● Change in climate and related impacts on markets and societies	3%



6. Which endogenous factor could hamper the ability of private equity to deliver "alpha"?

● Increased competition in the industry (greater number of competitors)	33%
● Increased consolidation in the industry (fewer players but much bigger)	11%
● Increased difficulty in raising equity capital (reduced/reversed AUM growth)	8%
● Increased regulatory and other ESG/reputation related constraints	3%
● Greater and greater "dry powder" chasing fewer and fewer good assets	44%



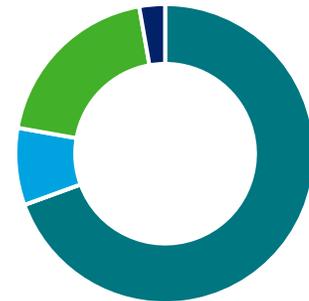
7. Which exogenous driver could sustain the ability of Private Equity to deliver "alpha"?

● Widespread adoption of AI and Gen-AI specifically to support deal making	8%
● Widespread adoption of innovative technologies to support assets' productivity	28%
● State-led interventions (e.g. NextGen EU/IRA) to support green transformation	3%
● Democratization/retailization of capital raise in private equity	6%
● Increased openness on the sell-side to consider private equity as an option	56%



8. Which endogenous drivers could sustain the ability of private equity to deliver "alpha"?

● Consolidation to create at-scale platform via bolt-on M&A	69%
● Cost cutting at procurement and HR level	0%
● Digital and/or green transformation	8%
● Organic volume growth (incl. Internationalization, New products/Client segments)	19%
● Organic margin improvement (incl. Marketing, Targeting, Pricing optimization)	3%

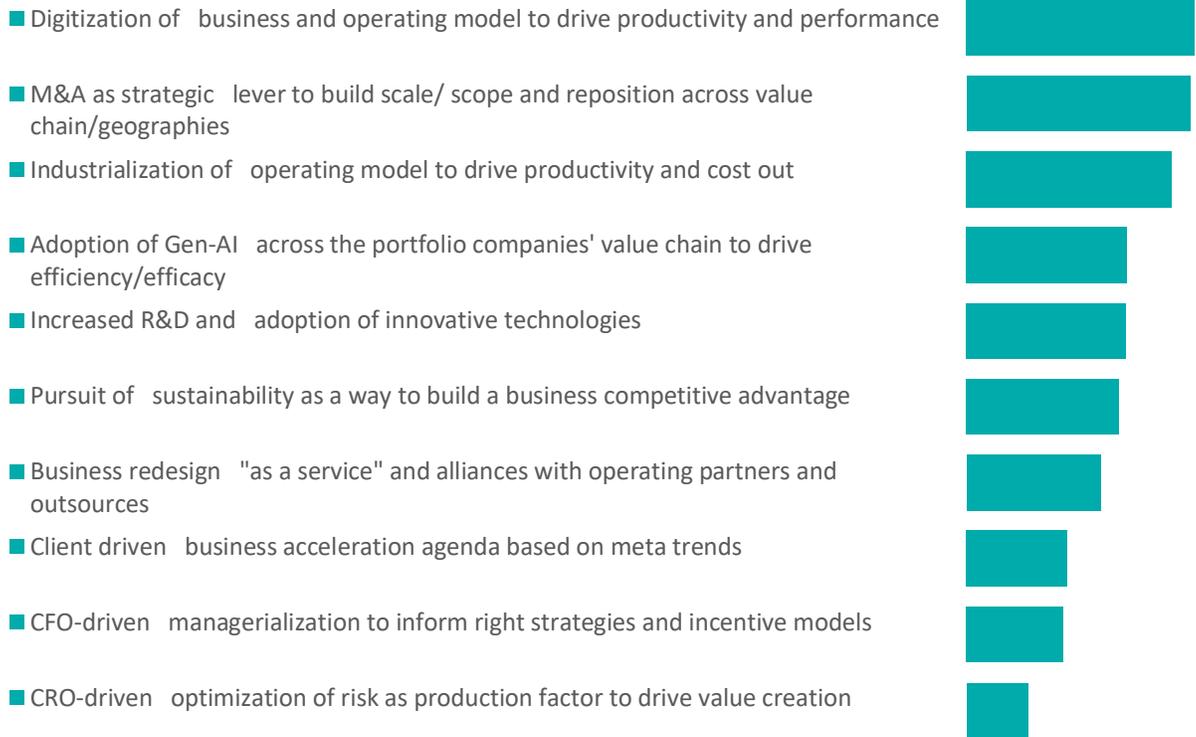


9. Will a greater focus on strategic allocation by sector/ investment thesis be required to deliver "alpha"?

● Strongly agree, both at sector/sub-sector and investment thesis level	47%
● Strongly agree, but just at sector/sub-sector level	6%
● Strongly agree, but just at investment thesis level	11%
● Broadly agree but still with investment flexibility and tactical opportunity counting a lot	28%
● I disagree, as the flexibility of the generalist approach and tactical opportunities drive deal making.	8%

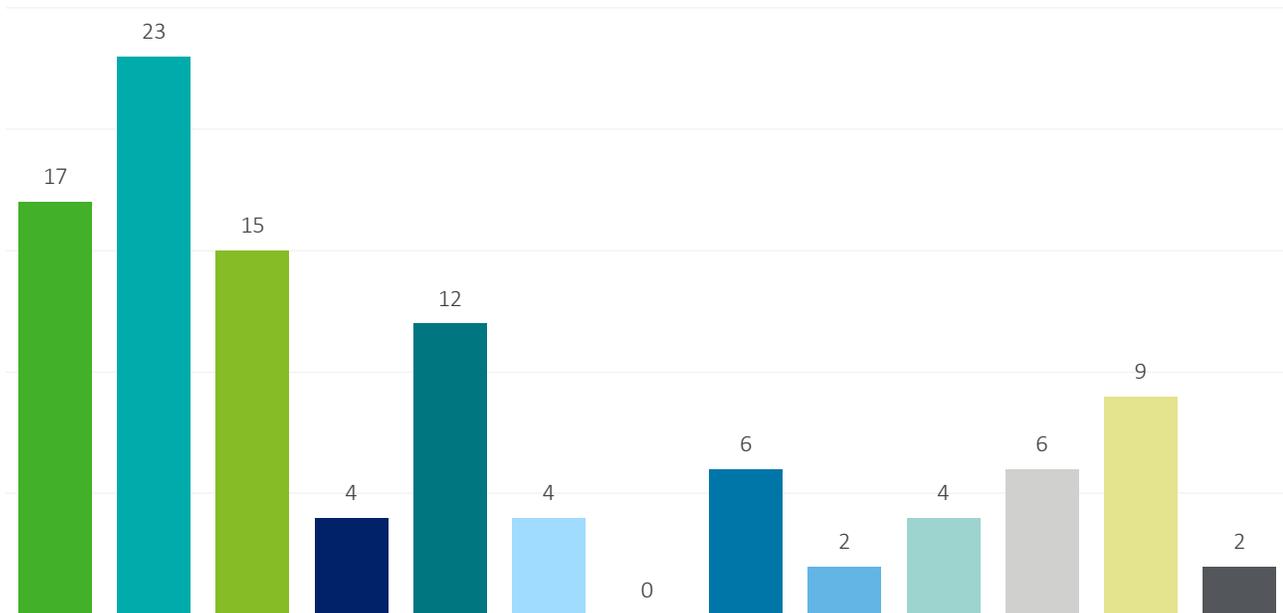


10. How would you rank these 10 suggested emerging competitive advantages (from most to least)



11. Which trends are you planning to target to support "alpha" in the next decade?

● Green Technology (Renewable Energy, Battery Storage and Energy Solutions)	17
● Digital Transformation and Technology (AI and Machine Learning, Cybersecurity, Blockchain)	23
● Healthcare Innovation (Biotechnology, Telehealth, Healthcare IT)	15
● Natural Capital (agriculture, timberland)	4
● Food industry, particularly plant-based and alternative proteins	12
● Mobility and Transportation (e.g., Electric Vehicles, Urban Mobility Solutions)	4
● Space Economy (Satellite Communications, Space Exploration and Tourism)	0
● EdTech and Online Learning (Digital Education Platforms, Virtual and Augmented Reality in Education)	6
● FinTech (e.g., Payment Processing and Digital Wallets, InsurTech)	2
● Climate Adaptation and Resilience (e.g., Infrastructure, Water Management)	4
● Silver Economy	6
● Servitization (combining products with services, e.g., printers and managed print services)	9
● Others	2



## 08 References

S&P Global - Private equity dry powder swells to record high amid sluggish dealmaking, 20 July, 2023. Available at: [Private equity dry powder swells to record high amid sluggish dealmaking | S&P Global Market Intelligence \(spglobal.com\)](#)

Financial Times – Alternative investments lose steam as fundraising slows down, 29 August 2023. Available at: [Alternative investments lose steam as fundraising slows down \(ft.com\)](#)

Hamilton Lane, 2023 Market Overview (2023). Available at: [Performance - 2023 Market Overview \(hamiltonlane.com\)](#)

Hamilton Lane, 2024 Market Overview (2024). Available at: [Performance - 2024 Market Overview \(hamiltonlane.com\)](#)

Scardovi Claudio, Investire bene in Italia - EGEA 2023

Scardovi Claudio, Speranza e capitale. Un modello per trasformare e innovare il paese – EGEA 2021

LSEG | Refinitiv Workspace (2024)

PitchBook, 2023 Annual European PE Breakdown (January, 2024). Available at: [2023 Annual European PE Breakdown | PitchBook](#)

PitchBook, Q1 2023 European PE Breakdown (April, 2023). Available at: [Q1 2023 European PE Breakdown | PitchBook](#)

AIFI, Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt (2016). Available at: [Report AIFI – 2016](#)

AIFI, Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt (2018). Available at: [Report AIFI – 2018](#)

AIFI, Il mercato italiano del private equity e del venture capital (2023). Available at: [Report AIFI – 2023](#)

KKR, Investor Day (April 2024). Available at: <https://ir.kkr.com/app/uploads/2024/04/KKR-2024-Investor-Day.pdf>

PitchBook, 2024 European Private Capital Outlook (December, 2023). Available at: [2024 European Private Capital Outlook | PitchBook](#)

AIFI, Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt (2017). Available at: [Report AIFI – 2017](#)

Gredil, O., Griffiths, B. E., & Stucke, R. (2014). Benchmarking private equity: The direct alpha method. Available at: [Benchmarking Private Equity: The Direct Alpha Method by Oleg Gredil, Barry E Griffiths, Rüdiger Stucke :: SSRN](#)

Morningstar, What is smart beta? (June, 2021). Available at: [What is smart beta? | Investing Definitions | Morningstar](#)

Invest Europe, Mid-Market Private Equity - Europe's Engine for Growth (October, 2023)

# 09 Contatti

## Leadership e Autore



CLAUDIO SCARDOVI

Equity Partner | Private Equity Leader DCM

cscardovi@deloitte.it

## Co-autori



TOMMASO NASTASI

Partner | Value Creation Service Leader Italy

tnastasi@deloitte.it



ELISA GALASSI

Director | MDM M&A and Private Equity Italy

egalassi@deloitte.it



MARIO CIUNFRINI

Director | MDM M&A and Private Equity Italy

mciunfrini@deloitte.it



# Deloitte.

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”), its global network of member firms, and their related entities (collectively, the “Deloitte organization”). DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) and each of its member firms and related entities are legally separate and independent entities, which cannot obligate or bind each other in respect of third parties. DTTL and each DTTL member firm and related entity is liable only for its own acts and omissions, and not those of each other. DTTL does not provide services to clients. Please see [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) to learn more.

This publication contains general information only, and none of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its global network of member firms or their related entities is, by means of this communication, rendering professional advice or services. Before making any decision or taking any action that may affect your finances or your business, you should consult a qualified professional adviser. No representations, warranties or undertakings (express or implied) are given as to the accuracy or completeness of the information in this communication, and none of DTTL, its member firms, related entities, employees or agents shall be liable or responsible for any loss or damage whatsoever arising directly or indirectly in connection with any person relying on this communication. DTTL and each of its member firms, and their related entities, are legally separate and independent entities.

©2024 Deloitte Financial Advisory S.r.l. S.B.