

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

GLI INVESTIMENTI
IN PRIVATE ASSET SONO
QUI PER RESTARE

► Il tema dei private asset è diventato di gran moda. Non passa giorno che non si legga sui giornali almeno una notizia sul lancio di un nuovo veicolo o un approfondimento sulle nuove possibilità di diversificazione in un mondo di tassi negativi. È, infatti, assolutamente corretto parlare di circolo virtuoso: da una parte gli investitori possono beneficiare di maggiori rendimenti e trovare diversificazione in un mondo di tassi negativi, dall'altra le aziende possono trovare forme di finanziamento alternative al canale bancario per supportare la propria crescita, per di più in uno scenario di forte contrazione economica a causa del Covid-19. Questa asset class è qui per restare, sia perché presenta profili di rendimento interessanti sul lungo periodo, sia perché consente di allontanarsi dalle dinamiche di volatilità o di flussi risk on/risk off che caratterizzano i mercati pubblici. Inoltre, abbiamo già assistito, tra il 2002 e il 2008, alla profonda delusione che si può generare quando si investe spinti dalla moda o dai facili entusiasmi con i fondi hedge, di fatto ormai spariti in Italia, al contrario delle strategie hedge, che continuano a essere presenti nei portafogli internazionali degli Hnwi. Tra l'altro, se è pur vero che la spinta alla diversificazione in investimenti alternativi è partita da istituzionali e Uhnwi dopo lo scoppio della bolla delle dotCom, nel caso dei private asset il perimetro si è ampliato notevolmente, coinvolgendo Hnwi, investitori affluent o perfino retail, grazie a nuove tipologie di fondi e agli enormi progressi in ambito fintech che creano molte nuove opportunità. Un ulteriore elemento a supporto dell'orientamento della ricchezza verso l'economia reale è dato dagli incentivi fiscali di cui beneficia l'investitore finale, un vantaggio non da poco per una scelta di lungo periodo e per una corretta allocazione del proprio portafoglio. I Pir alternativi, per esempio, presentano una defiscalizzazione sulle plusvalenze ampliata fino a 300 mila euro all'anno per cinque anni. L'investimento in startup innovative, a sua volta, beneficia di detrazione Irpef sugli investimenti nel capitale, maggiorata per il 2020 a quota 50% sui primi 100 mila euro (fino a 300 mila euro per le pmi) e al 30% per i successivi. Se i benefici fiscali accomunano queste due tipologie di investimento, le loro caratteristiche non potrebbero essere più diverse. I Pir alternativi sono a tutti gli effetti fondi, e come tali portano con sé dinamiche già note agli investitori, *in primis* la delega in bianco e la fiducia totale che necessariamente vanno accordate al gestore. Inoltre, quest'ultima è un'asset class completamente nuova, sulla quale, a oggi, nessuno degli attori che propongono i Pir alternativi può vantare un'esperienza consolidata o un track record. Queste differenze fanno sì che una delle due proposte non escluda l'altra. Se si vuole investire scegliendo direttamente le startup o le pmi, infine, esiste la possibilità di servirsi di piattaforme di crowdfunding o perfino di private crowdfunding, che di fatto propongono delle operazioni di club deal, coinvestimento, interamente online. Grazie al supporto del fintech, anche la forma di investimento in economia reale più «private» e di nicchia, il club deal, esce dalla sua dimensione locale per raggiungere vaste platee di investitori. Queste piattaforme affiancano banche e private banker, e di conseguenza la clientela finale, selezionando per loro le migliori scale up e pmi dopo una scrupolosa e attenta due diligence. Occorre che gli investitori siano consapevoli della vasta gamma di opportunità per investire in private asset, un'offerta così diversificata e vantaggiosa per le parti coinvolte che non può essere una moda del momento ma va vista come una nuova, permanente modalità per ottenere rendimenti più interessanti. (riproduzione riservata)

Luca Valaguzza
co-fondatore di Euclide
e partner di ClubDealOnline

Il processo di concentrazione tra le banche
sta diventando un fattore preoccupante?

DI MARIO COMANA

Alla fine del 2021 l'industria bancaria italiana sarà molto diversa da quella del 2015. Nel 2020 Banca Intesa ha acquisito Ubi e Crédit Agricole ha lanciato l'opa su Creval. Nel 2021 Mps dovrebbe accasarsi (con Unicredit?) e Banco Bpm sta parlando con tutti (di più con Bper?). Il consolidamento dell'industria bancaria italiana è fortemente incoraggiato dalle autorità di vigilanza europee e nazionali, ma si deve condividere l'entusiasmo per una nuova accelerazione di questo processo? L'Italia non è rimasta indietro lungo questo percorso rispetto ai Paesi europei comparabili. La quota di mercato delle prime cinque banche all'inizio del 2020 era pari al 48%, come in Francia, superiore a quella della Germania (31%) e inferiore a quella spagnola (67%). Una misura più accurata del grado di concentrazione di un settore è l'indice di Herfindahl. All'inizio del 2020 era 643 (su una scala da 0 a 10.000), che si conferma prossimo alla Francia (654), maggiore del dato tedesco (277) e più basso di quello spagnolo (1.110). Nel quinquennio 2015-2019 il valore italiano è aumentato di 208 punti, quello della Spagna di 214, Francia e Germania sono restati ferme. Le operazioni di aggregazione richiamate in apertura, concluse, in corso o possibili, cambierebbero ancora il quadro. Il peso dei primi cinque gruppi, secondo le stime di chi scrive, salirebbe al 63%, avvicinandosi molto alla Spagna e lasciando lontani gli altri due grandi Paesi europei. Di fronte a questi numeri, si è dunque raggiunto un livello oltre il quale è eccessiva la compressione del livello di competizione nel setto-

re, vero stimolo all'efficienza delle singole aziende. Se si osserva la cosa da una prospettiva inversa, la quota di mercato delle banche dopo la decima posizione (circa 140 fra gruppi e aziende indipendenti) si ridurrebbe a un quarto del totale, con una forte riduzione dello spazio per le medie e le minori, quelle che assicurano la biodiversità del sistema. Fra queste si trovano le iniziative più vivaci in termini di innovazione tecnologica e operativa, oltre a banche di tradizione che hanno saputo adeguarsi ai tanti cambiamenti recenti e meno recenti. Sono banche commerciali che hanno compiuto il loro percorso insieme alle imprese e alle famiglie del territorio, protagoniste di quel localismo ieri troppo esaltato e oggi forse troppo denigrato. Vanno anche riconsiderate le motivazioni che giustificavano il favore quasi unanime per le concentrazioni. Le economie di scala si esauriscono oltre la soglia della banca media, lo conferma anche un recente paper della Banca d'Italia. La capacità di innovare non è solo il potenziale di investimento in tecnologia. Nei fatti, lo attesta ancora la Banca d'Italia nell'indagine sul Fintech in Italia, non c'è una correlazione che dimostri un forte legame fra dimensione e innovazione. Anzi, le grandi banche italiane investono un importo relativamente modesto e d'altro canto la dimensione piccola e media, anche se non può introdurre investimenti colossali, gode di maggiore flessibilità e capacità di adattamento dei processi. Si dice anche che l'industria bancaria italia-

na è caratterizzata da sovraccapacità produttiva, cioè ha troppi sportelli, e le fusioni sono un modo rapido per ridurre le filiali. Ma questo si risolverà da solo con la diffusione della tecnologia. A mio parere la concentrazione dell'industria bancaria italiana ha raggiunto il suo livello massimo, anche se non dobbiamo pensare che questo assetto sia cristallizzato e immutabile. Si è alle soglie di una rivoluzione tecnologica e operativa che sta ridefinendo i paradigmi strutturali e funzionali di quelle che siamo abituati a chiamare banche. La ristrutturazione del settore che ne deriverà coinvolgerà anche la sua stratificazione dimensionale. Quello che deve cambiare, presto o tardi, è che la ricomposizione avvenga solo all'interno dei confini domestici. Eppure, oggi è ancora così: il settore bancario europeo è ingabbiato in una rigida segmentazione nazionale che ostacola grandemente le integrazioni cross-border.

È in questa direzione che bisogna procedere: ampliando l'area competitiva almeno ai confini dell'Unione, ci sarà spazio dove far crescere tutte le banche, le grandi come le piccole, consentendo a ciascuno di progredire secondo le proprie capacità, in un'area ampia dove portare la propria proposta e lasciare al mercato il giudizio sul suo successo. Anche la clientela ne trarrebbe beneficio, se finalmente fosse accessibile una più ampia gamma di offerta quale può provenire dalle migliori banche europee. Uno scenario meno provinciale, un orizzonte davvero aperto, l'occasione per uno scatto decisivo del nostro settore bancario. (riproduzione riservata)

Tempo di rinnovamento per Bafin e Sec

DI VINCENZO CARIELLO

Un destino d'innovazioni è prossimo a coinvolgere, per ragioni differenti, due tra le più rilevanti Autorità nazionali di controllo dei mercati: la BaFin tedesca e la Sec statunitense. Il caso Wirecard ha minato la fiducia della Germania nella solidità del sistema costruito per assicurare l'appropriato funzionamento, la stabilità e l'integrità del suo ordinamento finanziario. Fiducia ulteriormente compromessa dall'altro recente Finanzskandal, quello della Greensill Bank. Wirecard ha provocato le dimissioni del presidente dell'Autorità tedesca; innescato una rilevante iniziativa giudiziaria della Staatsanwaltschaft di Francoforte e la creazione di una commissione d'inchiesta presso il Bundestag; determinato il completamento, da parte del governo, di un progetto di legge incidente sui poteri e sulla struttura dell'Autorità di vigilanza e, più in generale, rivolto a ridisegnare l'approccio di supervisione della BaFin. Fermo e dichiarato proposito del ministro delle Finanze Olaf Scholz è riformare in modo penetrante la BaFin. Sennoché (lo ha lucidamente colto Ignazio Angeloni) la progettata riforma della BaFin rischia di diventare un'occasione persa, riducendosi a qualcosa di meno di quello di cui avrebbe bisogno anche un progetto europeo di

più largo e intenso respiro: giacché, è sempre Angeloni a coglierlo, solo una realmente poderosa riforma della BaFin aiuterebbe a rafforzare la regolamentazione e la governance in tutta Europa.

Le prospettive di «cambio di paradigma» nel «fare vigilanza» da parte della Sec statunitense rimandano a un fattore umano e culturale che porta il nome di Gary Gensler, il nuovo presidente designato della Sec. Reputazione da bold regulator, fama di aggressive enforcer guadagnata all'epoca (2009-2014) della sua presidenza della Commodity futures trading commission, professore al Mit Sloan School of management, con un passato di partner di Goldman Sachs, Gensler vanta una robustissima competenza in materia di tecnologia blockchain technology, valute digitali, fintech e public policy. Con il suo arrivo, l'impressione è che la Sec agirà a largo spettro, come si evince dall'audizione di conferma di Gensler davanti al Senato, lo scorso 2 marzo. Ci si attende che la nuova Sec rifocalizzi l'attenzione sul private equity, rinvigorisca un'applicazione più severa delle regole e l'irrogazione

di multe più pesanti, irrobustisca gli sforzi di enforcement, a protezione del mercato e degli investitori; ma, nel contempo, si teme che essa forzi la finanza al servizio di obiettivi politici, quali il clima, distogliendosi dalla sua funzione di protezione degli investitori comuni. Volgendo l'attenzione a istanze di rinnovamento della nostra Consob, credo che la riflessione meriterebbe di essere ampliata a tutte le autorità indipendenti. Si tratta di autorità che esercitano tutte attribuzioni di sicuro rilievo costituzionale. Non penso si possa più dubitare che la tenuta, nell'ordinamento, di tali autorità imponga di garantirne costituzionalmente il presupposto della indipendenza, intervenendo con una riforma della Costituzione che offra adeguata copertura costituzionale a tale indipendenza. Un intervento che doti queste autorità di un omogeneo statuto giuridico disciplinante il profilo funzionale dei compiti di garanzia e di vigilanza e il profilo strutturale della effettiva indipendenza rispetto al governo. Una copertura costituzionale che, per esempio, attribuisca al presidente della Repubblica la nomina dei presidenti delle Autorità e di una parte degli altri componenti, mentre la nomina dei rimanenti dovrebbe spettare al Parlamento in seduta congiunta. (riproduzione riservata)