

Investimenti alternativi

L'OPPORTUNITÀ DEI CO-INVESTIMENTI

4T 2023

Il presente documento è fornito unicamente a fini di formazione e non deve essere interpretato come una consulenza di investimento né come un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. La presente promozione finanziaria è fornita da Goldman Sachs Asset Management B.V.

PUNTI PRINCIPALI

- I co-investimenti sono una parte sempre più importante degli investimenti in private equity e offrono sia ai Limited Partner ("LP" o "Investitori") sia ai General Partner ("GP" o "Gestori") potenziali benefici che a nostro avviso potranno persistere in futuro. Questo report descrive nel dettaglio i vantaggi che, a nostro parere, un programma di co-investimento correttamente studiato può apportare a un portafoglio e offre le nostre considerazioni su come eseguire con successo questa strategia.
- Esistono diversi modi per affrontare la creazione di un programma di co-investimento, ciascuno con le proprie peculiarità da prendere in considerazione. L'attuazione di un programma di co-investimento richiede una comprensione articolata della tempistica della due diligence, del processo di *closing* e delle *best-practice*. Gli Investitori che dispongono delle relazioni con i GP e delle risorse interne necessarie possono essere ben posizionati per gestire un programma proprio; per altri, una soluzione multi-manager può fornire accesso immediato alla strategia.
- Stando a quanto emerso dalla ricerca, i co-investimenti possono contribuire positivamente a un portafoglio d'investimento nei mercati privati e sovraperformare altre strategie di private equity, ottenendo al tempo stesso una minore dispersione complessiva dei rendimenti.

CHE COSA SONO I CO-INVESTIMENTI?

Con la progressiva crescita del private equity, i co-investimenti sono diventati una strategia sempre più importante e popolare tra gli investitori. Il termine co-investimento descrive un investimento diretto e passivo in una società, in collaborazione con un Gestore. Nella maggior parte dei casi, i co-investitori sono Limited Partner del fondo d'investimento primario di tale Gestore, che hanno l'opportunità di co-investire in una società proprio grazie a questo rapporto. L'esecuzione nei co-investimenti può assumere varie forme, compresi: investimenti autonomi diretti tramite Special Purpose Vehicle (SPV) offerti dai Gestori, appositi veicoli sidecar raccolti insieme al fondo primario di un GP (che chiameremo fondi di co-investimento a GP unico) o attraverso fondi di terze parti raccolti da appositi gestori di co-investimento, per poi investire in opportunità insieme a diversi GP primari (che chiameremo fondi di co-investimento multi-manager).

Nel complesso, la tendenza ai co-investimenti è chiara ed è cresciuta, tanto che il capitale annuo raccolto per perseguire tale strategia è balzato dai neanche 10 miliardi di dollari di dieci anni fa agli oltre 30 miliardi di dollari degli ultimi anni.¹ Gran parte dell'espansione è giunta da fondi a GP unico. Anche i fondi multi-manager hanno registrato un aumento della raccolta, ma il comparto rimane altamente concentrato: nell'ultimo decennio, sono stati chiusi circa 10 fondi multi-manager all'anno e la dimensione media dei fondi è raddoppiata.¹ Nonostante l'AUM dei co-investimenti sia triplicato negli ultimi cinque anni e si attesti attualmente intorno ai 240 miliardi di dollari, il mercato è ancora ridotto rispetto al settore del private equity in generale, che

ammonta a oltre 9.000 miliardi di dollari, e dispone quindi di un margine significativo per espandersi ulteriormente.¹ Inoltre, quasi due terzi degli LP non hanno alcuna esposizione ai co-investimenti e questo tipo di strategia ha sia la percentuale più alta di LP attualmente sottopesati, sia quella più alta di allocazioni che dovrebbero aumentare nei prossimi 2-3 anni.²

I POTENZIALI VANTAGGI DEL CO-INVESTIMENTO

LP

Per molti investitori, i co-investimenti possono offrire il potenziale per ottenere rendimenti migliori attraverso una forma di investimento in private equity più efficiente in termini di commissioni. I co-investimenti sono offerti generalmente senza commissioni e senza carry, con la conseguente riduzione dell'impatto complessivo delle commissioni e quindi il miglioramento dei rendimenti netti, sempre ipotizzando che gli investimenti conseguano le performance previste. Tutto questo si traduce in rendimenti corretti per il rischio potenzialmente più alti per questa asset class, che quindi rappresenta per gli investitori una potenziale via per aumentare i rendimenti del loro portafoglio complessivo nei mercati privati in modo misurabile. Parleremo della performance in modo più dettagliato nella sezione "Analisi della performance dei co-investimenti di questo documento".

I co-investimenti possono inoltre offrire agli investitori l'opportunità di costruire un portafoglio più mirato, all'interno del portafoglio di private equity. Per gli investitori che godono di una solida rete di relazioni con i GP, i co-investimenti offrono l'opportunità di accedere a un'ampia gamma di operazioni in diversi settori, aree geografiche, tipi di transazioni e caratteristiche aziendali, dando loro la possibilità di ottimizzare le proprie esposizioni e raggiungere gli obiettivi di investimento in modo più discrezionale, al di fuori delle tipiche strutture dei fondi primari. Inoltre, il capitale degli Investitori solitamente viene richiamato in anticipo per finanziare l'investimento, consentendo un impiego più rapido del capitale e la mitigazione della J-Curve.³

In più, i co-investimenti possono rappresentare una valida opzione per gli Investitori che desiderano rafforzare i loro rapporti con i Gestori high-conviction. I Limited Partner in grado di sottoscrivere co-investimenti in modo efficiente, comunicare chiaramente i propri obiettivi d'investimento ai propri GP e, in alcuni casi, fornire informazioni o risorse a valore aggiunto a una determinata tesi d'investimento, possono disporre di un accesso privilegiato al flusso delle operazioni di co-investimento, di un migliore accesso ai fondi del Gestore e di una visione più dettagliata del processo di due diligence del Gestore e delle sue capacità complessive. Queste informazioni possono fornire agli LP una migliore comprensione della specifica differenziazione competitiva di ciascun Gestore.

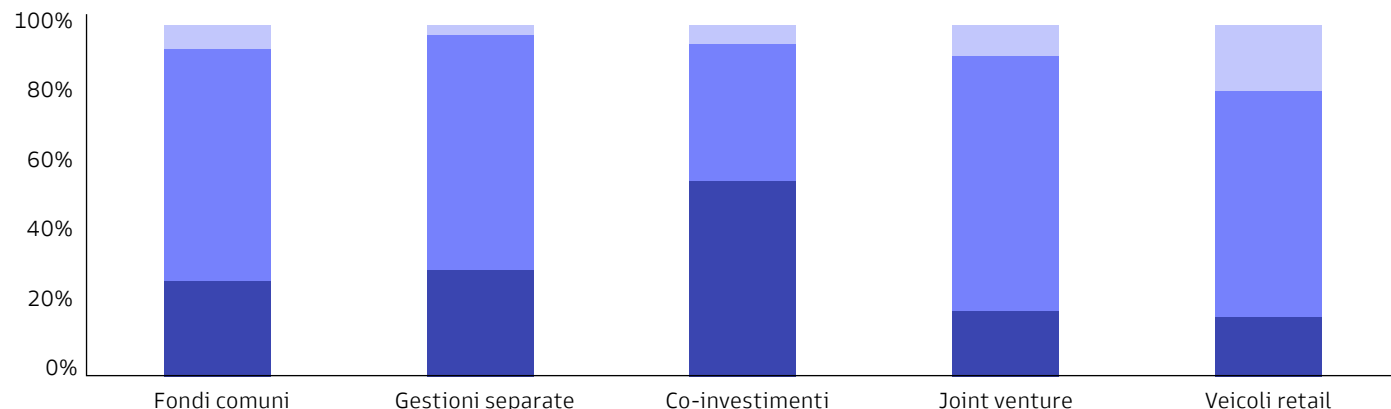
GP

L'offerta di co-investimenti comporta vari e importanti vantaggi anche dal punto di vista dei GP, come l'opportunità di costruire relazioni più solide con gli LP, migliorando potenzialmente le probabilità di raccogliere efficacemente fondi in futuro e un più ampio accesso al capitale in un contesto operativo competitivo, senza dover collaborare con un Gestore con interessi contrapposti o essere costretti a condividere la governance. In particolare, quando il contesto della raccolta fondi è più difficile o in caso di mercati del debito con poco margine di manovra, i GP spesso si rivolgono a co-investitori LP fidati per prolungare la permanenza del capitale rimanente disponibile nel fondo o finanziare in modo efficiente la componente azionaria delle transazioni.

La maggior parte dei gestori intervistati sostiene che intende aumentare le offerte di co-investimento

La sua azienda prevede di offrire una quantità maggiore, uguale o minore delle seguenti strutture agli investitori nei prossimi 12 mesi?

■ Offerta maggiore ■ Offerta uguale ■ Offerta minore



Fonte: Sondaggio Preqin Fund Manager, 2023

Inoltre, gli Investitori, soprattutto quelli con ampi programmi di private equity, continuano a concentrarsi sul corretto dimensionamento dei loro portafogli, puntando su impegni meno numerosi ma più consistenti, con Gestori "core" a scapito di altri, per ottimizzare la performance e ridurre gli oneri amministrativi della gestione del portafoglio. La capacità di un GP di offrire interessanti opportunità di co-investimento sta diventando un fattore importante nel processo decisionale degli LP, dal momento che gli Investitori scelgono quali Gestori riceveranno gli impegni principali in un contesto di raccolta fondi altamente competitivo.

I risultati sono chiari. Avendo maturato una maggiore consapevolezza dei vantaggi del co-investimento, i Gestori hanno posto una maggiore attenzione su questa strategia. Secondo i sondaggi, quasi il 90% degli intervistati prevede di offrire co-investimenti agli LP e più della metà intende aumentare le proprie offerte di co-investimenti in futuro.⁴

SVILUPPARE UN PROGRAMMA DI CO-INVESTIMENTO

Gli Investitori che intendono accedere ai co-investimenti hanno a disposizione diverse opzioni, tra cui programmi autonomi gestiti internamente, fondi di co-investimento misti sotto forma di fondi a GP unico o multi-manager e gestioni separate. Gli investitori devono considerare le sfumature di ciascuna di queste opzioni per stabilire l'approccio corretto per raggiungere i propri obiettivi.

Programmi autogestiti

Gli Investitori sofisticati e di scala che dispongono di risorse sufficienti possono scegliere di gestire direttamente un programma di co-investimento autonomo. La maggior parte dei Gestori offre co-investimenti "deal by deal" ai potenziali investitori che, a loro volta, richiedono che i co-investitori dispongano di un team dedicato che valuti i vantaggi di un'opportunità e l'idoneità complessiva al loro programma di co-investimento. Un programma di co-investimento consolidato potrebbe proporre centinaia di opportunità di co-investimento ogni anno e, pertanto, richiede un processo d'investimento interno ben consolidato che agevoli la selezione delle operazioni.

Un programma autogestito conferisce all'Investitore la discrezionalità di costruire un portafoglio personalizzato in base ai propri obiettivi e può eliminare i livelli di commissioni o *carried*

interest aggiuntivi che potrebbero derivare da una soluzione gestita esternamente. Un programma autonomo fornisce inoltre un accesso più diretto ai Gestori, migliorando potenzialmente il flusso di informazioni e consentendo agli LP di esaminare più da vicino i rispettivi punti di forza e punti deboli di ciascun GP. Tuttavia, questi programmi necessitano di un'elevata quantità di collaboratori e di risorse: in genere richiedono un'ampia e profonda rete di relazioni con i GP, nonché un team con le competenze e l'esperienza necessarie per sottoscrivere le opportunità in tempi ristretti e l'infrastruttura di back-office necessaria per monitorare e gestire il portafoglio.

Fondi di co-investimento a GP unico

I Gestori offrono sempre più co-investimenti sotto forma di "opportunity funds" raccolti in combinazione con il veicolo d'investimento del fondo principale. Questi fondi richiedono agli LP di impegnare il capitale non finanziato in un *blind pool*, simile all'impegno del fondo sottostante, in cui gli Investitori ricevono un'esposizione aggiuntiva a uno o più asset che per il solo fondo principale sono troppo grandi da finanziare. Uno dei vantaggi principali di questi veicoli è che in genere prevedono commissioni di gestione nulle o più basse (spesso addebitate solo sul capitale investito) e un tasso di *carried interest* ridotto.

Questi fondi a GP unico richiedono risorse sostanzialmente minori da parte degli Investitori rispetto a un programma di co-investimento autogestito, poiché la due diligence iniziale è sostanzialmente la stessa del fondo primario e gli Investitori non hanno alcuna discrezionalità sulle decisioni di co-investimento. Questo approccio può essere un modo efficace per ridurre le commissioni complessive pagate al Gestore, ma non consente né la discrezionalità, né alcuno degli altri vantaggi della creazione di un programma di co-investimento personalizzato.

Fondi di co-investimento multi-manager

Per molti Investitori, un fondo di co-investimento multi-manager può rappresentare una soluzione "chiavi in mano" con accesso immediato a un portafoglio diversificato di co-investimenti che sfrutta l'esperienza e le capacità di un gestore di fondi esterno dedicato (o "Fornitore"). Riteniamo che i fondi di co-investimento multi-manager possano offrire diversi vantaggi agli LP che intendono costruire un programma di co-investimento. Innanzitutto, i fondi di co-investimento hanno solitamente una struttura di commissioni più favorevole rispetto a un fondo di

private equity primario che consente agli Investitori di cogliere comunque una parte dei vantaggi a livello di commissioni dei co-investimenti.

Non solo le commissioni di gestione sono generalmente inferiori, ma esse vengono spesso addebitate sul capitale investito anziché su quello impegnato (come avviene di solito nei fondi primari), riducendo l'erosione delle commissioni e mitigando la J-Curve.

Un altro vantaggio dei fondi di co-investimento multi-manager è il potenziale di una maggiore diversificazione rispetto a quella di un tipico fondo di private equity primario o di un impegno in un fondo di co-investimento a GP unico. Un fondo di co-investimento multi-manager può offrire diversificazione a livello di vintage, strategie, aree geografiche, settori e gestori, dando agli LP l'opportunità di accedere alle migliori opportunità tra tutte quelle offerte dai diversi GP. Molti di questi vantaggi sono analoghi ai fondi di fondi di private equity, ma i fondi di co-investimento multi-manager hanno storicamente sovraperformato i fondi di fondi grazie ai vantaggi aggiuntivi offerti dalle commissioni ridotte e dalla maggiore concentrazione dei portafogli.

L'accesso ai co-investimenti attraverso i fondi multi-manager mitiga inoltre il rischio che gli LP operino senza i rapporti necessari per garantire un flusso di operazioni sufficiente, una situazione che può inavvertitamente tradursi in un portafoglio sia più concentrato che più correlato ai periodi di maggiore attività di negoziazione (e potenzialmente a valutazioni d'ingresso più elevate). I fondi di co-investimento multi-manager sfruttano il flusso di operazioni del Fornitore, che può dare accesso a una gamma più ampia di relazioni con i Manager e consentire un flusso di operazioni costante e di alta qualità con un ritmo d'investimento disciplinato per mitigare questi rischi.

Considerati questi vantaggi, i fondi di co-investimento sono una delle strutture di fondi di private equity preferite dagli LP, oltre il 65% dei quali cerca attivamente un'esposizione, eguagliati solo dai fondi comuni a gestore unico.⁵ Tuttavia, gli Investitori in fondi di co-investimento multi-manager sacrificano alcuni vantaggi dei programmi autogestiti, come la collaborazione diretta con i GP per una personalizzazione completa del proprio portafoglio, affidandosi invece ai Fornitori per costruire un portafoglio ben diversificato.

Gli Investitori hanno inoltre un minore controllo sull'impiego del capitale, poiché è il Fornitore a stabilire la tempistica degli investimenti e dei richiami di capitale. Gli Investitori possono mitigare questi aspetti collaborando attivamente con il Fornitore per comprenderne l'approccio alla costruzione del portafoglio e il ritmo d'investimento.

Gestioni separate (Separately Managed Accounts, "SMA")

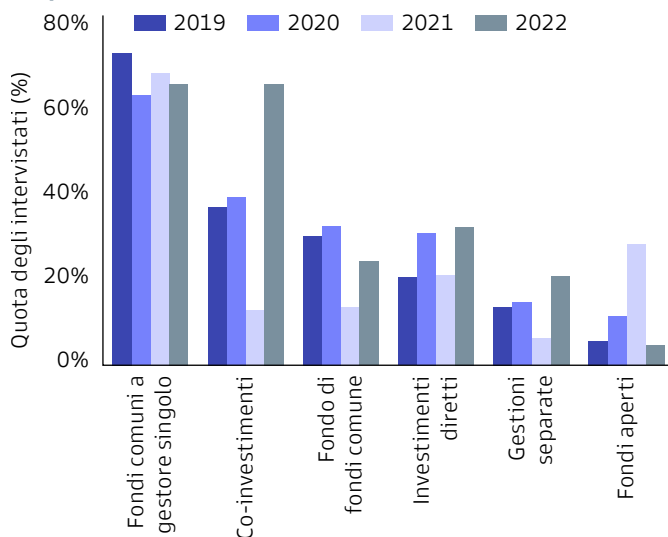
Per gli investitori che hanno obiettivi di investimento personalizzati e possono impegnare capitali di certe dimensioni, ma che non dispongono dell'infrastruttura necessaria per gestire autonomamente un programma, un apposito fondo di co-investimento multi-manager gestito da un Fornitore a beneficio di un singolo Investitore (una gestione separata) può rappresentare una soluzione interessante. Le gestioni separate offrono agli Investitori la possibilità di affinare il proprio portafoglio di co-investimento concordando anticipatamente con il Fornitore alcune restrizioni d'investimento e/o esposizioni del portafoglio. Gli Investitori non solo possono specificare a priori determinate restrizioni all'investimento, ma possono anche avere diritto di veto sulle operazioni che vengono incluse nel loro conto.

Inoltre, le gestioni separate possono consentire agli Investitori di negoziare potenzialmente strutture di commissioni favorevoli;

tuttavia, affinché l'accordo sia fattibile per il Fornitore, è generalmente necessaria una certa scala, nonché la possibilità di ammortizzare i costi di gestione di una gestione separata su una base di capitale più ampia.

Gli LP sono sempre più alla ricerca di strutture di co-investimento

Strutture di fondi di private equity obiettivo degli investitori nei prossimi 12 mesi



Fonte: Sondaggio Preqin Investor, novembre 2019-2022

STRUTTURA E PROCESSI

Efficienza ed esperienza sono fondamentali in qualsiasi processo di co-investimento. I co-investimenti vengono offerti generalmente in due modalità: come operazioni "co-sponsorizzate" in cui i co-investitori conducono la due diligence e si impegnano insieme a un Gestore prima dell'offerta o della firma, e come accordi "sindacati" (*syndicated deal*), in cui il Gestore ha garantito l'operazione e cerca di trasferire una parte dell'esposizione ai co-investitori. Ciascuna di queste modalità esige capacità diverse per i co-investitori: gli accordi co-sponsorizzati richiedono agilità e la capacità di svolgere la due diligence in tempo reale man mano che si ricevono le informazioni, mentre gli accordi sindacati sono processi più strutturati con tempistiche definite. La co-sponsorizzazione può anche richiedere lettere di impegno vincolanti alla firma o finanziamenti in linea con la chiusura dell'operazione sottostante e, pertanto, ulteriore agilità e affidabilità per conto del co-investitore.

Il processo di due diligence di un co-investimento in genere abbraccia un periodo di 3-6 settimane; per gli accordi sindacati tende a concludersi intorno al limite inferiore di questo intervallo, mentre le operazioni di co-sponsorizzazione tendono ad essere più lunghe. Il processo include periodi di un'intensità potenzialmente maggiore, soprattutto in prossimità della firma di un accordo vincolante o quando il gestore cerca di prevenire un processo di vendita strutturato. Nella maggior parte delle operazioni, all'inizio i co-investitori avranno accesso a materiali di due diligence a livello di operazione, tra cui i memorandum sulle informazioni riservate, i modelli di proiezione e altre informazioni a livello di società disponibili sotto forma di data room. In genere, i co-investitori esamineranno anche i materiali del Comitato di investimento o altri materiali generali resi disponibili dal Gestore, nonché qualsiasi lavoro commissionato a terzi, come rapporti

CO-INVESTIMENTI E CONTINUATION FUND

I Continuation Vehicle (CV) sono una parte del mercato del private equity in via di sviluppo per alcuni tipi di investimenti. Anche se di solito coinvolgono una sola società, in modo simile a un co-investimento, si tratta di un mercato separato e distinto con diverse differenze fondamentali. Un CV in genere viene costituito dal Gestore per fornire liquidità agli LP esistenti, consentendo al Gestore di mantenere il controllo dell'attività, fornendogli spesso una soluzione aggiuntiva per la successiva fase di sviluppo. Queste operazioni sono considerate di natura secondaria, poiché i CV acquistano partecipazioni dagli LP del fondo. Gli investitori in CV sono spesso investitori secondari che pagano commissioni e carry al Gestore a capo del veicolo; inoltre, sono spesso tenuti a impegnare una quantità sostanziale di capitale non finanziato, a cui si attingerà nel corso della durata dell'investimento. I CV in cui un Gestore reinveste nell'attività tramite un nuovo fondo o introduce un altro sponsor diretto di private equity per determinare il prezzo dell'operazione, anziché affidarsi esclusivamente ai partecipanti al mercato secondario, spesso possono sembrare "co-investimenti promossi", che altrimenti avrebbero potuto essere completati con il capitale di un co-investimento tradizionale.

di due diligence commerciale, finanziaria, legale, informatica, ambientale e sulla qualità degli utili. I co-investitori parteciperanno a sessioni di due diligence con il Gestore per comprendere meglio la tesi d'investimento, il piano di creazione di valore e i rischi di un investimento e possono anche incontrare direttamente il management della società. Tutto questo di solito è integrato da un'ulteriore due diligence proprietaria effettuata dal co-investitore. Durante qualsiasi processo è importante che, per un uso efficace del tempo e delle risorse del Gestore, i co-investitori mettano rapidamente a fuoco le aree di due diligence di una determinata operazione che presentano una maggiore criticità.

Considerazioni sulla co-sponsorizzazione

Le transazioni co-sponsorizzate in genere consentono ai co-investitori di ricevere allocazioni più ampie e di partecipare a opportunità che diversamente non potrebbero accedere a un processo di sindacazione più ampio. È importante sottolineare che in queste situazioni i Gestori a volte tratteranno i co-investitori come veri e propri partner solidali nell'ambito di un'offerta e potrebbero richiedere agli sponsor congiunti di assumere la propria quota proporzionale delle spese legali e di altro tipo per le operazioni interrotte, nella misura in cui il Gestore non sia riuscito a conseguire l'asset. Inoltre, è consuetudine che i co-investitori ricevano la loro quota delle eventuali commissioni sulle operazioni pagate al Gestore al momento del closing, poiché i co-investitori che assumono il rischio di ribasso dovrebbero partecipare anche a un eventuale rialzo. Ai co-investitori può essere anche chiesto di assumere una quota proporzionale delle *break fee* ma in teoria sono tenuti a farlo solo nella misura in cui siano stati la causa dell'insuccesso dell'operazione e non per un'azione avviata dal Gestore.

Documentazione e struttura

Una volta che un co-investitore ha accettato di partecipare a un'operazione, il consorzio degli investitori procederà a preparare la documentazione che lo riguarda, spesso di pari passo con l'operazione sottostante. La maggior parte dei co-investimenti è strutturata come SPV (Special Purpose Vehicle) gestito dal Gestore, in cui i co-investitori sono i Limited Partner. Questa struttura consente ai co-investitori di ricevere esposizione all'azienda pur continuando a beneficiare della responsabilità limitata ed evitando di figurare direttamente nella tabella di capitalizzazione dell'azienda stessa. I GP possono utilizzare la società veicolo anche per consolidare in modo efficiente i co-investitori in un'unica entità e per controllarne l'uscita separatamente dall'investimento nel fondo principale.

Gli accordi di partenariato (Limited Partnership Agreement, LPA) di co-investimento sono in gran parte standardizzati e includono termini ampiamente accettati dal mercato. I co-investitori

generalmente vogliono essere sempre sullo stesso piano del Gestore, sia durante il *holding period*, sia quando la posizione viene chiusa. Per i co-investitori, l'elemento più critico è quindi garantire che vi siano pari diritti di uscita, in particolare sotto forma di diritti di seguito, che consentono ai co-investitori di sfruttare un disinvestimento, qualsiasi vendita della posizione a livello di fondo del Gestore e uscita simultanea e di obblighi di seguito, che a loro volta consentono al Gestore di obbligare i co-investitori a uscire alle sue stesse condizioni, consentendo di effettuare una cessione più completa a un nuovo proprietario.⁶ Analogamente, se vi sono opportunità di follow-on, i co-investitori desiderano avere la possibilità di parteciparvi in misura proporzionale, ad esempio godendo di diritti di prelazione, per prevenire la diluizione derivante dall'immissione di nuovo capitale. La partecipazione al follow-on spesso avviene a discrezione del co-investitore, ma può anche essere strutturata a discrezione del Gestore, nella misura in cui il Gestore abbia chiesto ai co-investitori di accantonare riserve vincolanti al momento del closing.

Ai co-investitori sarà inoltre chiesto di coprire le commissioni consuete per la costituzione del veicolo di co-investimento, nonché le spese correnti per la manutenzione del veicolo e le attività di partnership. Spesso i GP consentono di aggiungere lettere di accompagnamento, nelle quali i co-investitori possono affrontare obblighi specifici in materia fiscale o di rendicontazione, o altri termini su misura che potrebbero non essere applicabili al gruppo di investitori più in generale.

BEST PRACTICE

Quando si intendono effettuare co-investimenti, vale la pena tenere a mente alcune best practice, facendo particolare attenzione all'allineamento con il Gestore e ai diritti di governance. I co-investitori generalmente preferiscono reperire opportunità di investimento dai Gestori con cui hanno già un rapporto, spesso in qualità di LP esistenti nei fondi attuali di tali Gestori. Questo approccio può offrire diversi vantaggi, tra cui la familiarità con i punti di forza e di debolezza del Gestore, la stabilità organizzativa e il precedente track record; tuttavia, a seconda della solidità del proprio flusso di operazioni proveniente dai Gestori "on-platform", esiste anche la possibilità di collaborare con Gestori "off-platform". Le opportunità di questo canale consentono ai co-investitori di accedere a strategie alle quali attualmente non sono esposti. Ad esempio, i Gestori senza fondi spesso puntano a società con *enterprise value* minori e dimostrano una certa agilità e creatività quando cercano di cogliere opportunità d'investimento senza il vantaggio del capitale impegnato.

L'opportunità che viene offerta ai co-investitori dovrebbe rappresentare una posizione significativa nel fondo di un Gestore. In altre parole, il Gestore dovrebbe mantenere un'esposizione

all'investimento coerente o superiore alla sua tipica "posizione media" (misurata come percentuale degli impegni totali del fondo). Questo può essere un fattore importante che corrobora la convinzione del GP nell'operazione anziché il suo desiderio di scaricare il rischio sulle altre parti. Nel caso delle partnership con un Gestore senza fondi, suggeriremmo di insistere affinché il Gestore effettui un impegno nell'investimento in contanti significativo, anziché inserire una commissione sull'operazione nell'operazione stessa in sostituzione dell'investimento in tale valuta forte. La definizione di "significativo" è difficile da standardizzare, poiché dipende dalle circostanze individuali; tuttavia, l'impegno del GP deve rappresentare una parte considerevole del suo patrimonio netto liquido per garantire che l'uscita da un investimento difficile sia significativa dal punto di vista finanziario.

Allo stesso modo, riteniamo che sia fondamentale che i team di gestione siano allineati con gli investitori. Nel caso dei buyout primari, in cui un nuovo management può subentrare in una società o un fondatore può effettuare la sua prima vendita, parliamo generalmente di un impegno in contanti nella società target; nel caso dei buyout secondari, invece, in cui il management esistente può rimanere insieme a un nuovo sponsor, i team di gestione spesso portano a nuovo gran parte dei proventi di uscita. Anche in questo caso, le dimensioni appropriate dipenderanno dalla situazione, ma le norme di mercato sono fissate intorno al 50% del payout al netto delle imposte.

Nella misura in cui la strategia d'investimento prevede potenziali esborsi di capitale per finanziare future acquisizioni aggiuntive, oppure se l'investimento sottoperforma e dovesse richiedere un'iniezione di capitale per risolvere problemi di liquidità o di struttura del capitale, è importante anche che sia il Gestore sia i co-investitori mettano da parte riserve di capitale sufficienti. In questo modo, si evitano dibattiti sulla valutazione scomodi o potenzialmente controversi al momento dell'investimento di follow-on. Sulla stessa linea, consigliamo ai co-investitori di investire nello stesso momento e con la stessa valutazione del GP, anziché investire in un momento diverso, quando

l'investimento è già aumentato di valore. Ciò garantisce l'allineamento ed evita difficili discussioni iniziali o complesse situazioni future relative alla valutazione, in cui un GP può decidere di uscire, avendo raggiunto il rendimento target, mentre i co-investitori ottengono rendimenti inferiori sul capitale investito perché hanno investito a un prezzo più alto.

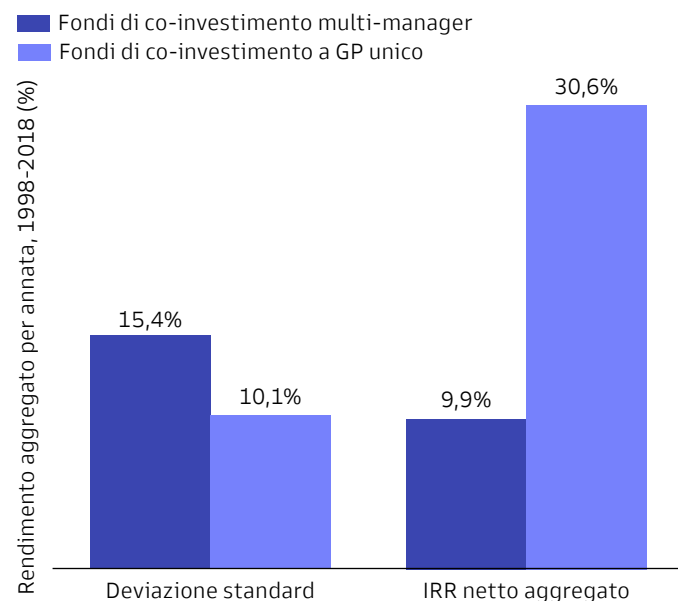
Come indicato in precedenza, quando si negoziano LPA coinvestiti con degli sponsor, consigliamo ai co-investitori di prestare particolare attenzione all'allineamento quando si ha a che fare con offerte di follow-on e diritti di uscita. I co-investitori devono negoziare il diritto di entrare nell'investimento di pari passo con il gestore, senza eccezioni. In pratica, ciò significa ricevere diritti di follow-on, comprese le disposizioni anti diluizione, nonché diritti di liquidità proporzionale e di seguito, sia nelle uscite parziali che nelle realizzazioni complete.

La negoziazione di un LPA equo, oltre all'esistenza di un rapporto profondo e spesso personale con il GP sponsor, dovrebbe eliminare la necessità dei co-investitori di chiedere un posto nel Consiglio di osservazione nel Consiglio di amministrazione di una società target. In genere, riteniamo che il Consiglio di amministrazione debba essere composto dagli esperti del settore o della leadership più adatti a promuovere il piano di creazione di valore dichiarato e che un solido allineamento tra sponsor e co-investitori sia uno degli strumenti più validi per proteggere i propri interessi.

ANALISI DELLA PERFORMANCE DEI FONDI DI CO-INVESTIMENTO

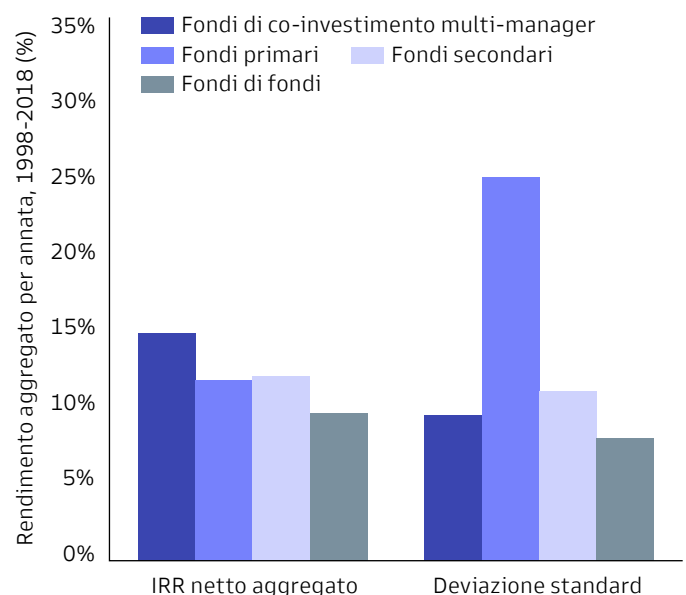
Quando si valuta un fondo di co-investimento, è importante distinguere tra fondi opportunistici a GP unico e fondi di co-investimento multi-manager. La nostra analisi si concentra sui fondi di co-investimento multi-manager, che vengono esaminati a fronte dell'intero universo dei fondi di private equity primari e secondari (ad es. buyout, growth e venture). Ci concentriamo sui fondi di co-investimento multi-manager per diversi motivi, ma il fattore principale è che i fondi di co-investimento a GP unico non

I fondi di co-investimento multi-manager hanno generato performance superiori rispetto ai fondi di co-investimento a GP unico



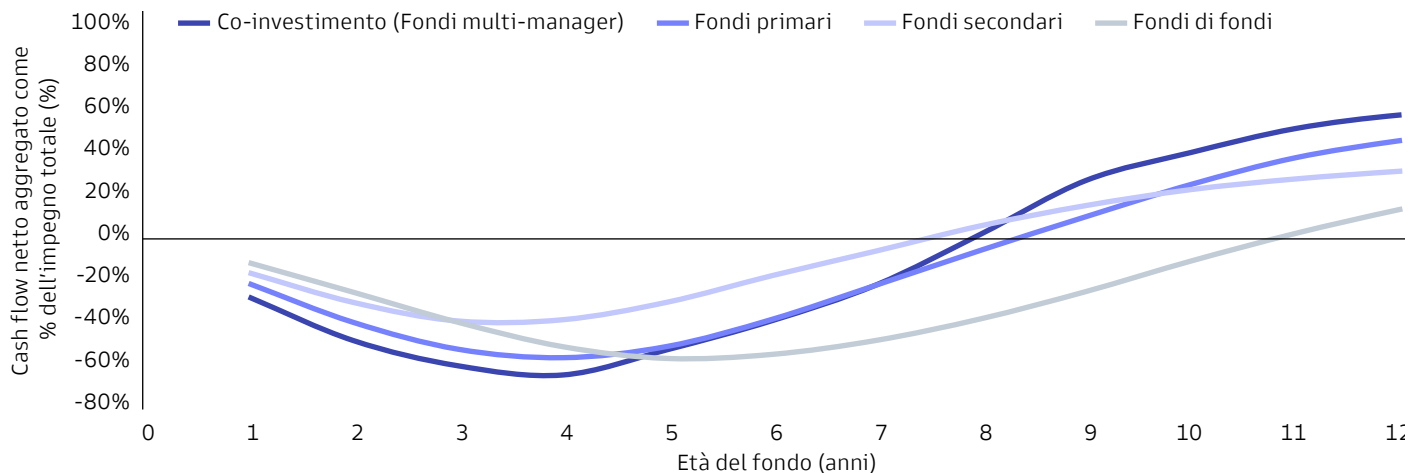
Fonte: Goldman Sachs Asset Management, Preqin. Al 1T 2023.

I fondi di co-investimento hanno generato rendimenti più elevati con una dispersione inferiore rispetto ad altri tipi di fondi di private equity



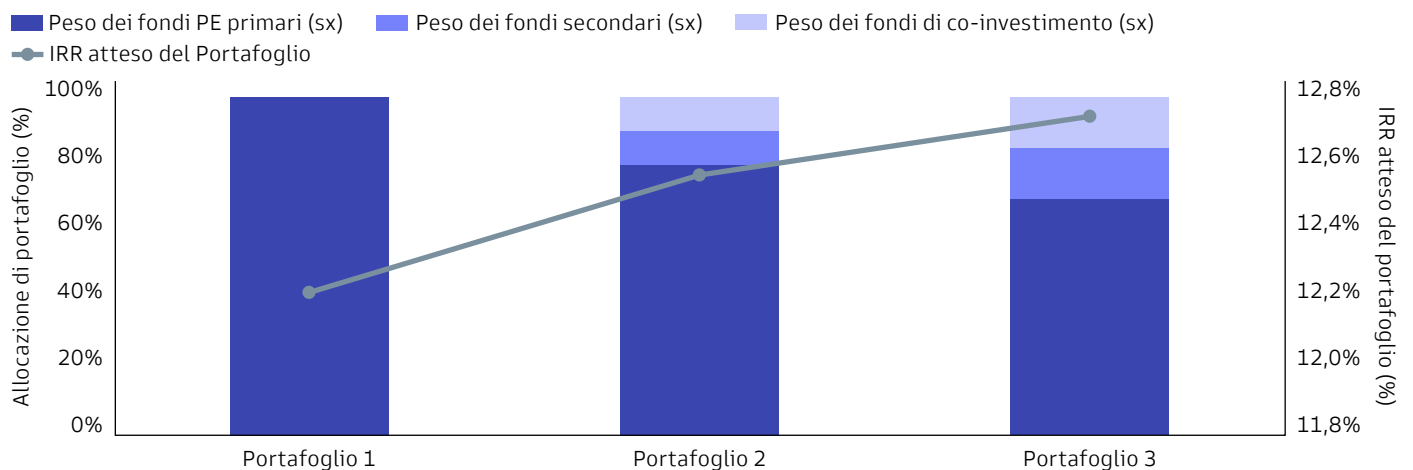
Fonte: Goldman Sachs Asset Management, Cambridge Associates, Preqin. Al 1T 2023.

La J-Curve dei fondi di co-investimento presenta caratteristiche interessanti



Fonte: Goldman Sachs Asset Management, Cambridge Associates, Preqin. Al 1T 2023.

Le allocazioni incrementalì ai fondi di co-investimento possono migliorare i rendimenti attesi



Fonte: Goldman Sachs Asset Management, Cambridge Associates, Preqin. Al 1T 2023.

presentano molti degli aspetti di diversificazione che si trovano generalmente in quelli multi-manager, che possono selezionare le migliori opportunità tra una vasta gamma di GP per contribuire a raggiungere la diversificazione in vari fattori, come area geografica, settore e valore d'impresa. Di conseguenza, i fondi di co-investimento multi-manager nel complesso hanno generato rendimenti superiori con una varianza significativamente inferiore rispetto ai fondi di co-investimento a GP unico.

Rispetto alle strategie di private equity primarie e secondarie e dei fondi di fondi, i fondi di co-investimento multi-manager nel complesso hanno sovraperformato anche nelle 20 annate comprese tra il 1998 e il 2018, con una dispersione dei rendimenti nettamente inferiore. Come osservato, parte della performance superiore dei fondi di co-investimento deriva dalla maggior convenienza della loro struttura di costi, che prevede commissioni di gestione pari a circa la metà di quelle dei fondi primari e che spesso sono addebitate sul capitale investito (anziché su quello impegnato). Anche il carry (ad es., la commissione di performance) spesso è più basso di diverse centinaia di punti base, ma c'è dell'altro. Una critica comune dei co-investimenti sostiene che sono suscettibili di screening negativo e che i GP possono proporre di co-investire in opportunità scadenti; tuttavia, il **loss ratio** (misurato come percentuale di fondi con un TVPI<1) dei fondi di

co-investimento è inferiore al 5%, rispetto al 10% circa dei fondi di buyout, e smentirebbe quindi tale ipotesi.⁷

Un altro fattore importante alla base della sovraperformance sono le interessanti caratteristiche della J-Curve dei fondi di co-investimento. Sebbene questi fondi registrino le contrazioni più ripide tra le strategie dei fondi privati multi-manager, i loro flussi di cassa netti aggregati si riportano rapidamente al passo dei fondi primari e raggiungono il punto di pareggio più velocemente. Inoltre, i fondi di co-investimento raggiungono il pareggio solo un paio di trimestri più tardi rispetto ai fondi secondari, ma generano un maggiore rendimento complessivo del capitale nell'intero ciclo del fondo.

Per quanto i fondi di co-investimento abbiano varie caratteristiche favorevoli, non sembra realistico che gli Investitori costruiscano un intero portafoglio di mercati privati esclusivamente formato da co-investimenti, poiché l'universo dei fondi multi-manager è limitato e le opportunità di co-investimento diretto spesso sono basate sull'impegno in un fondo primario. È invece più probabile che gli Investitori inizino con un'allocazione che comprenda principalmente gli impegni nei fondi primari e quindi costruiscano progressivamente un'allocazione ai co-investimenti nel tempo. Abbiamo rilevato che questa evoluzione spesso accompagna

un'allocazione ai fondi secondari. Come si può dedurre in base alla performance a livello di strategia, gli aumenti incrementali sia delle strategie di co-investimento che secondarie si traducono in una migliore performance complessiva con una varianza inferiore, insieme a ciò che molti LP percepirebbero come un profilo di flusso di cassa interessante. I co-investimenti possono essere quindi uno strumento efficace in un portafoglio di private equity, contribuendo potenzialmente a rafforzare i rendimenti senza aggiungere rischi significativi.

CONCLUSIONI

Il mercato dei co-investimenti in private equity continua ad espandersi e riteniamo che questa strategia sia vantaggiosa sia per gli Investitori che per i Gestori. I co-investimenti offrono vantaggi agli LP sotto forma di minori commissioni, migliori caratteristiche del portafoglio e rendimenti aggiustati al rischio interessanti, ma rappresentano uno strumento prezioso anche per i Gestori che cercano un accesso più ampio a un capitale favorevole e flessibile. Con l'evoluzione del mercato del private equity, si sono evoluti anche i punti di accesso degli investitori potenziali, con una grande varietà di opzioni che possono soddisfare gli obiettivi individuali di ciascuno. In ogni caso, per il successo del programma sarà fondamentale collaborare con fornitori esterni esperti o investire nelle risorse interne per sviluppare un team esperto e stabile. Nel complesso, i co-investimenti hanno mostrato interessanti caratteristiche di rischio/rendimento e continueranno a costituire una parte crescente dell'ecosistema del private equity in futuro. ■

La diversificazione non protegge un investitore dal rischio di mercato e non garantisce un utile.

Fonti:

1. Preqin. Ad agosto 2023.
2. Sondaggio sugli investimenti alternativi in Goldman Sachs Asset Management 2023.
3. La J-Curve (o curva a J) della performance si riferisce alla performance negativa tipicamente osservata dagli investitori nei primi anni di impegno in un fondo di private equity, quando le commissioni e le spese di gestione spesso rappresentano una percentuale relativamente elevata del capitale totale iniziale richiamato dagli investitori, in una fase in cui gli investimenti devono essere identificati, verificati e negoziati. Questo effetto viene mitigato quando vengono effettuati ulteriori investimenti, gli impegni vengono investiti più ampiamente e gli eventuali proventi degli investimenti si riflettono nei valori patrimoniali netti.
4. Sondaggio Preqin Fund Manager, 2020 e 2023.
5. Sondaggio Preqin Investor, 2022.
6. I diritti e obblighi di seguito si riferiscono agli obblighi contrattuali che conferiscono diritti rispettivamente agli azionisti di minoranza e di maggioranza. I "diritti di co-vendita" sono diritti prenegoziati che consentono agli azionisti di minoranza di vendere la propria partecipazione se un azionista di maggioranza sta a sua volta negoziando una vendita della propria. Gli "obblighi di co-vendita" sono diritti di exit che conferiscono agli azionisti di maggioranza il diritto di costringere gli azionisti di minoranza ad accettare i termini di un'operazione negoziata dagli azionisti di maggioranza.
7. Goldman Sachs Asset Management, Preqin, Cambridge Associates.



NOTE

Queste informazioni esaminano l'attività generale del mercato, i trend dell'industria o del settore o le altre condizioni economiche, di mercato o politiche in senso lato e non devono essere interpretate come una ricerca o una raccomandazione di investimento. Questo materiale è stato preparato da Goldman Sachs Asset Management e non costituisce una ricerca finanziaria né un prodotto di Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Non è stato preparato in conformità alle disposizioni di legge applicabili volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria e non è soggetto a un divieto di negoziazione a seguito della distribuzione della ricerca finanziaria. Le view e le opinioni espresse possono differire da quelle di GIR o di altre sezioni o divisioni di Goldman Sachs e delle relative società collegate. Gli investitori sono invitati a rivolgersi ai propri consulenti finanziari prima di acquistare o vendere qualsiasi titolo. Queste informazioni potrebbero non essere aggiornate e Goldman Sachs Asset Management non ha alcun obbligo di fornire aggiornamenti o modifiche.

Riservatezza

Nessuna parte di questo materiale può essere (i) riprodotta, fotocopiata o duplicata, in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita, senza il previo consenso scritto di Goldman Sachs Asset Management, a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un amministratore o un agente autorizzato del destinatario.

QUESTO MATERIALE NON COSTITUISCE UN'OFFERTA O SOLLECITAZIONE IN ALCUNA GIURISDIZIONE IN CUI TALE OFFERTA O SOLLECITAZIONE NON È AUTORIZZATA, NÉ NEI CONFRONTI DI QUALSIASI PERSONA CHE NON SIA LEGITTIMAMENTE AUTORIZZATA A RICEVERE TALI OFFERTE O SOLLECITAZIONI.

I potenziali investitori sono tenuti a informarsi in merito ai requisiti legali applicabili nonché alle norme fiscali e alle regolamentazioni di controllo valutarie applicabili nei Paesi di loro cittadinanza, residenza o domicilio che possono essere rilevanti.

Questo materiale è fornito a soli fini informativi e non deve essere interpretato come una raccomandazione di investimento o un'offerta o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli. Questo materiale non è destinato ad essere utilizzato come una guida generale all'investimento, o come una fonte di specifiche raccomandazioni di investimento, e non fornisce raccomandazioni implicite o espresse relative alla modalità in cui i conti dei clienti dovrebbero essere gestiti, in quanto le strategie di investimento appropriate dipendono dagli obiettivi di investimento del cliente.

Sebbene alcune informazioni siano state ottenute da fonti ritenute attendibili, non ne garantiamo l'esattezza, la completezza o la correttezza. La veridicità e la precisione di qualsiasi fonte di informazione disponibile pubblicamente non sono state verificate indipendentemente.

Le view e le opinioni espresse hanno meri fini informativi e non costituiscono una raccomandazione da parte di Goldman Sachs Asset Management di acquistare, vendere o detenere titoli. Le view e le opinioni sono aggiornate alla data di questa presentazione e possono essere soggette a modifica, per cui non devono essere interpretate come raccomandazione di investimento.

Le strategie di natura ambientale, sociale e di governance (Environmental, Social, and Governance, "ESG") possono assumere rischi o eliminare le esposizioni presenti nelle altre strategie o nei benchmark del mercato generale, che potrebbero causare una divergenza tra la performance di queste altre strategie o dei benchmark di mercato. Le strategie ESG saranno soggette ai

rischi associati alle classi di attivi dei loro investimenti sottostanti. Inoltre, la domanda in alcuni mercati o settori a cui mira una strategia ESG potrebbe non svilupparsi come previsto o svilupparsi più lentamente di quanto stimato.

La presente comunicazione di marketing è diffusa da Goldman Sachs Asset Management B.V., anche attraverso le sue filiali ("GSAM BV"). GSAM BV è autorizzata e regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, Paesi Bassi) come gestore di fondi di investimento alternativi ("AIFM") e come gestore di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM"). In base alla sua licenza di GEFIA, il Gestore è autorizzato a fornire i servizi di investimento di ricezione e trasmissione di ordini in strumenti finanziari; (ii) gestione del portafoglio; e (iii) consulenza in materia di investimenti. In base alla sua licenza di gestore di OICVM, il Gestore è autorizzato a fornire i servizi di investimento di gestione del portafoglio; e (ii) consulenza in materia di investimenti.

Le informazioni sui diritti degli investitori e sui meccanismi di ricorso collettivo sono disponibili su www.gsam.com/responsible-investing (sezione Politiche e governance). Il capitale è a rischio. Eventuali reclami derivanti da o in connessione con i termini e le condizioni della presente esclusione della responsabilità sono regolati dalla legge olandese.

© 2023 Goldman Sachs. All rights reserved.

SEAL ID: 410898

337891-OTU-1891557