

# anteo

newsletter per l'investitore istituzionale



giugno 2015

anno XI – n. **83**

**l'editoriale di questo mese:**

***Vamos a investir compañeros!***

Dopo la deviazione celebrativa dello scorso anno sugli Champs-Élisées, i nostri Percorsi di InFormazione riprendono la loro consueta logistica nella XI edizione, lungo la Rambla di Barcellona...

**> pagina 4**



newsletter per l'investitore istituzionale

n.83



# anteo

newsletter per l'investitore istituzionale

in questo numero:

---

**editoriale** p. 4

---

**programma del convegno** p. 6

**contributi**

**La gestione del rischio nel regno delle banche centrali** p. 9

Paolo Moia, Responsabile Area Asset Management — Banca Profilo

**La nuova sfida nel reddito fisso: dall'approccio multisetoriale alla gestione dinamica del rischio nei portafogli a reddito fisso** p. 11

Nicola Meotti, Director, Financial Institution — AB

**Profili di rischio/rendimento asimmetrici: la medaglia senza il rovescio** p. 13

Lorenzo Gazzoletti, Deputy CEO — Oddo Asset Management

**In una sola soluzione la risposta a tre problemi: come funziona la piattaforma d'investimento dedicata agli Investitori Istituzionali** p. 15

Massimo Sabatini, Head of Wholesale & Institutional Business Italy — GAM (Italia) SGR  
Martin Peter, Head LO Team 1, Private Labelling Europe — GAM Investment Management (Switzerland) Ltd.

**È ancora vero che a maggiore rendimento corrisponde maggiore rischio?** p. 19

Alessandro Binello, Presidente — Quadrivio

**Are Alternatives for everyone?** p. 22

Laura Nateri, Country Head — Aberdeen Italy

n. 83

## editoriale

---

*Vamos a investir compañeros!*

Dopo la deviazione celebrativa dello scorso anno sugli Champs-Élysées, i nostri Percorsi di InFormazione riprendono la loro consueta logistica nella XI edizione, lungo la Rambla di Barcellona. Nell'architettura modernista che caratterizza questa splendida città cercheremo di trovare ispirazione per interpretare la sempre più contorta relazione tra rendimento e rischio nella gestione dei portafogli istituzionali.

Come ridisegnare la "mitica" frontiera efficiente, in un contesto dove il "risk free" è anche "return free"? "La linea retta è la linea degli uomini, quella curva la linea di Dio" diceva il buon Gaudi: davvero la frontiera efficiente del "new normal" sembra nelle mani dell'Onnipotente...

Ascolteremo sul tema il punto di vista dell'industria finanziaria (che ringraziamo come di consueto per il fondamentale contributo alla realizzazione del nostro Percorso), dando come sempre ampio modo alla nutrita platea (anche quest'anno battuto il record di presenze!) di esprimersi e chiarire i propri dubbi, dato che è proprio quando "il gioco si fa duro" che è fondamentale una franca interazione tra investitori, advisor e gestori.

In questo numero speciale di ANTEO trovate, come di consueto, la sintesi degli interventi della due-giorni di lavori plenari, che successivamente verranno pubblicati nella loro interezza nell'apposita sezione del sito [www.prometeiaadvisor.it](http://www.prometeiaadvisor.it).

Come i fieri catalani con la loro Sagrada Familia, anche quest'anno aggiungeremo qualcosa al sempre nutrito programma dei Percorsi. Dopo le domande a risposta multipla durante le tavole rotonde del 2014, che entrano a far parte del programma a regime visto l'ampio successo riscontrato, quest'anno sarà la volta di una nuova "sessione", riservata a casse e fondi sanitari, la cui crescente rilevanza si associa alla necessità di definire "regole del gioco" condivise e di best practice. Non sarà "parallela", ovvero contemporanea alle altre, per consentire la partecipazione anche ai numerosi esponenti di fondi pensione e casse di previdenza che si occupano anche dell'ambito assistenziale (per ruolo o per semplice interesse personale).

Si lavora ancora di più, quindi! Riteniamo ne valga la pena, credendo fortemente che proprio in questo periodo di risorse scarse e di risparmio previdenziale/assistenziale/assicurativo maldestramente confuso dal Legislatore con quello "speculativo" si debba sviluppare un sistema di welfare integrativo significativo dimensionalmente e inattaccabile per trasparenza ed efficienza. Previdenza ed assistenza sono un binomio inscindibile di un welfare integrativo in cui il Privato deve necessariamente sostituirsi ad uno Stato in rapida ritirata, non potendo però prescindere dalla forma collettiva e dal principio costituzionale della mutualità, intra ed inter-generazionale.

Le casse di previdenza (e assistenza, appunto!) presentano tanti virtuosi esempi di questo virtuoso connubio con la contribuzione obbligatoria di primo pilastro, utile benchmark per offrire un rendimento non solo finanziario alla contribuzione facoltativa di secondo pilastro, magari offrendo agli operatori del settore una prima occasione di approccio consortile al mercato assicurativo.

Questo sarà l'approccio che proporremo a casse e fondi sanitari, cercando da subito la condivisione con chi dovrà occuparsi di renderne omogenea la governance e la gestione finanziaria, come già accaduto con i loro "cugini" della previdenza. La "sessione" di Barcellona costituirà solo l'incipit del lavoro che Prometeia Advisor si propone di fare a fianco degli operatori del settore e dei soggetti pubblici che ne cureranno la normativa e la vigilanza: già la settimana successiva daremo il nostro contributo alla presentazione della **"indagine sui fondi e mutue sanitarie: primi risultati di settore"**, curata dall'Università Campus Bio-medico di Roma e da Valore Srl (che nella "sessione" di Barcellona ci darà qualche anteprima).

Oltre ai suoi Percorsi di InFormazione, Prometeia Advisor cerca continuamente di arricchire la gamma e la qualità dei servizi offerti ai sempre più numerosi investitori che quotidianamente supportiamo (quota 70 è ormai vicina!). Oltre al consueto investimento su capitale umano, metodologie ed applicativi, da maggio 2015 aderiamo ai Principi per gli Investimenti Sostenibili delle Nazioni Unite (UNPRI), confermando l'attenzione del Gruppo Prometeia al tema della responsabilità sociale ed ambientale nella gestione degli investimenti e mettendo tutti i nostri consulenti nelle condizioni di ispirare il proprio operato, e quello degli investitori che affiancano, a pochi e chiari principi condivisi a livello globale da circa 1.400 istituzioni provenienti da tutto il mondo (di cui 14 italiane), per diversi trilioni di dollari di asset proprietari o gestiti.

I 6 principi sono così definiti:

- » incorporare parametri ESG (ambientali, sociali e di corporate governance) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti
- » essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche aziendali e nelle pratiche di azionariato
- » esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende in cui si investe
- » promuovere l'accettazione e l'implementazione dei Principi nell'industria finanziaria
- » collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi
- » comunicare periodicamente le attività ed i progressi per l'applicazione dei Principi

Siamo gli unici advisor italiani firmatari di questi principi e crediamo fortemente che anche questo tipo di supporto nella governance dei processi di investimento, prima ancora che sulla scelta degli strumenti, debba rappresentare sempre più un tratto distintivo del nostro operare: riteniamo, infatti, che tutti si debba essere sempre più attenti a rendimenti che non prescindano dall'impatto socio-economico ed ambientale delle imprese che li generano.

Non possiamo chiudere prima del sempre più caloroso ringraziamento alla nostra infaticabile Stefania Luciani e a tutto il Team di PV Agency, che con grande professionalità... e tanta pazienza... rendono possibile anche quello che all'apparenza non lo sembrerebbe, come le ardite creazioni di Mirò!

Buon lavoro ai Percorsisti e buona lettura a tutti!

## programma del convegno

---

primo giorno – venerdì 12 giugno

**08:30 Registrazioni**

**09:00 Saluto di benvenuto**

Angelo Tantazzi, Presidente – Prometeia

**09:00 Dalla trappola della liquidità all'entropia dei rendimenti?**

Paolo Onofri, Vicepresidente – Prometeia Advisor Sim

**09:30 Asset allocation: "la conquista del west" o "un americano a roma"?**

Lea Zicchino, Partner - Prometeia

**10:00 La gestione del rischio nel regno delle banche centrali**

Paolo Moia, Responsabile Area Asset Management – Banca Profilo

**10:30 Coffee break**

**10:45 Dall'approccio multisettoriale alla gestione dinamica del rischio nei portafogli reddito fisso**

Nicola Meotti, Director – Financial Institutions – AB

**11:15 Profili di rischio/rendimento asimmetrici: La medaglia senza il rovescio**

Lorenzo Gazzoletti, Deputy CEO - Oddo Asset Management

**11:45 Discussione\***

introdotta e coordinata da Sandra Ferlini, Senior Manager – Prometeia Advisor Sim

**12:00 Tavola rotonda con la partecipazione di alcuni rappresentanti degli investitori istituzionali e delle società sponsor**

**Moderata e introdotta da:**

Davide Squarzoni, Direttore Generale – Prometeia Advisor Sim

**Con la partecipazione di un rappresentante per Fondazioni, Casse e Fondi pensione, insieme a:**

Michelangelo Liguori, Institutional Business Development - Azimut Capital Management

Roberto Valsecchi Oliva, Partner, Head of Sales Central and Southern Europe - BlueBay Asset Management

Riccardo Milan, Partner - Capital Strategies Partners

Umberto Boccato, CIO Absolute Return Strategies - Mirabaud Asset Management

**13:30 Colazione di lavoro**

**14.30 Sessioni di lavoro parallele**

**Fondazioni Bancarie**

Protocollo di intesa con il MEF: gli impatti sul sistema bancario italiano e sulle politiche gestionali dell'attivo e del passivo delle Fondazioni

**Introduce i lavori:**

Giuseppe Lusignani, Vicepresidente – Prometeia

**Modera:**

Cosimo Musiello, Responsabile Attività Asset Allocation – Prometeia Advisor Sim

**Intervengono:**

Un rappresentante del Ministero dell'Economia e delle Finanze

Un rappresentante dell'ACRI

**Casse Private**

Adeguare la strategia di investimento al nuovo contesto di mercato: obiettivi, vincoli e opportunità

**Introduce i lavori:**

Giuseppe Patriossi, Manager – Prometeia Advisor Sim

**Moderata:**

Davide Squarzoni, Direttore Generale – Prometeia Advisor Sim

**Intervengono:**

Un rappresentante delle Autorità di Vigilanza

Un rappresentante dell'AdEPP

**Fondi Pensione**

Dall'euforia alla nuova-normalità dei mercati finanziari: quale transizione per i Fondi Pensione?

**Introduce i lavori:**

Andrea Nanni, Senior Manager – Prometeia Advisor Sim

**Moderata:**

Paolo Onofri, Vicepresidente – Prometeia Advisor Sim

**Intervengono:**

Raffaele Capuano, Direttore Generale – COVIP

Un rappresentante di Assofondipensione

Sergio Corbello, Presidente – Assoprevidenza

## secondo giorno – sabato 13 giugno

**08:45 Sintesi delle sessioni parallele**

Cosimo Musiello, Andrea Nanni, Giuseppe Patriossi – Prometeia Advisor Sim

**09:00 L'architettura di Prometeia Advisor per ridefinire lo spazio rendimento-rischio**

Davide Squarzoni, Direttore Generale – Prometeia Advisor Sim

**09:30 Finalmente in una sola soluzione la risposta a tre problemi: come funziona la piattaforma d'investimento dedicata agli Investitori Istituzionali**

Massimo Sabatini, Head Wholesale & Institutional Business – GAM (Italia) SGR

**10:00 È ancora vero che a maggiore rendimento corrisponde maggiore rischio?**

Alessandro Binello, Presidente – Quadrivio

**10:30 Coffee break****10:40 Are Alternatives for everyone?**

Laura Nateri, Country Head — Aberdeen Italy

Laura Tardino, Head of Institutional Business Development — Aberdeen Asset Management

**11:10 Discussione\***

introdotta e coordinata da Sandra Ferlini, Senior Manager – Prometeia Advisor Sim

**11:30 Tavola rotonda con la partecipazione di alcuni rappresentanti degli investitori istituzionali e delle società sponsor****Moderata ed introdotta da:**

Davide Squarzoni, Direttore Generale – Prometeia Advisor Sim

Con la partecipazione di un rappresentante per Fondazioni, Casse e Fondi pensione, insieme a:

Alessandro Russo, Head of Equity Quant Research - Amundi SGR

Ersilia Molnar, Managing Director - Muzinich & Co.

Fabio Agosta, Responsabile Commerciale per l'Europa Meridionale e il Medio Oriente - SEB

Lorenzo Corrias, Institutional Sales Director - Vontobel Asset Management

### 13:00 Conclusione dei lavori

Chiara Fornasari, Presidente - Prometeia Advisor Sim

### 13:30 Colazione di lavoro

### 14.30 Sessioni di lavoro parallele

#### Casse sanitarie

Extra time: la long term care dal punto di vista degli operatori della sanità integrativa

#### Introducono i lavori:

Giacomo Chiari, Manager - Prometeia Advisor Sim

Giuseppe Patriossi, Manager - Prometeia

#### Modera:

Davide Squarzoni, Direttore Generale - Prometeia Advisor Sim

Stefano Ronchi, Managing Director - Valore

#### Intervengono:

Rosario Cerra, Presidente - Sanimpresa

Vito Rossi, Presidente - Fisd

Valerio Ceffa, Direttore - Insieme Salute Lombardia

On. Vito De Filippo - Sottosegretario Ministero della Salute

\* con la partecipazione di:



contributi

## La gestione del rischio nel regno delle banche centrali

Paolo Moia, Responsabile Area Asset Management — Banca Profilo

**N**egli ultimi anni la leadership della politica economica è transitata dai governi alle banche centrali. Questo nuovo regime è risultato positivo per gli investitori grazie ai cospicui rialzi azionari e obbligazionari innescati dalle massicce iniezioni di liquidità e dall'azzeramento dei tassi reali.

Nel pieno del più grande esperimento monetario della storia è opportuno interrogarsi sulle prospettive della staffetta tra governi e banche centrali e sui necessari adattamenti dei modelli di gestione dei portafogli istituzionali.

La risposta al primo interrogativo – il carattere strutturale o temporaneo della leadership - va ricercata nelle potenzialità di crescita economica globali che non sono particolarmente brillanti.

Nei prossimi anni, così come successo in quelli più recenti, la crescita sarà ostacolata da due fattori. Il primo è rappresentato dall'eccesso di debito che nonostante anni di austerità e di ristrutturazioni continua a salire a tassi vertiginosi. A preoccupare non è tanto la dimensione assoluta, ma la natura dei contraenti. La parte più consistente dello stock e della variazione è infatti rappresentata da debito pubblico utilizzato non già per il finanziamento di investimenti produttivi ma a copertura della spesa corrente. Il servizio del debito non potrà pertanto essere garantito dalla maggiore produttività che deriva dagli investimenti (in infrastrutture, istruzione, ricerca e innovazione) ma dovrà contare su sistematiche politiche fiscali restrittive che assorbiranno risorse altrimenti destinate a consumi e investimenti.

L'assetto demografico costituisce il secondo fattore poco favorevole alla crescita a causa della contrazione, fortunatamente momentanea, della coorte maggiormente produttiva e propensa a consumare e investire, quella rappresentata dalla popolazione di età compresa tra i 45 e i 50 anni, la cui ascesa è storicamente correlata con i periodi di maggiore espansione economica. Da

alcuni anni e per i prossimi cinque, sia nei paesi industrializzati sia in quelli in via di sviluppo, questa coorte risentirà del calo nelle nascite dei tardi anni '60 e dei primi '70.

I governi, poco potendo per mitigare l'effetto depressivo di questi fattori, delegano alle banche centrali il compito di promuovere lo sviluppo. La vischiosità dei due fattori di ostacolo alla crescita – debito e demografia - lascia supporre che questo modello di gestione della politica economica sarà una costante dei prossimi anni. In un sistema ad alto debito, tuttavia, la leva dei tassi si scontra con una situazione di trappola della liquidità e obbliga le banche centrali a utilizzare come canale di trasmissione non già il passivo degli operatori economici ma il loro attivo.

Nella pratica questa strategia prevede l'acquisto massiccio di titoli governativi che ne aumenta il prezzo, ne deprime i rendimenti e induce gli investitori a spostarsi verso mercati più rischiosi che a loro volta si apprezzano in modo da innescare un ipotetico effetto ricchezza che ha ricadute positive su consumi e investimenti.

Questa osservazione richiama il secondo interrogativo sollevato in precedenza poiché gli interventi delle banche centrali hanno un impatto deciso sulle principali grandezze che guidano la gestione dei portafogli: i rendimenti, la volatilità e le correlazioni tra le classi di investimento.

L'azzeramento dei rendimenti privi di rischio, osservato attraverso la lentezza dei modelli di allocazione ottimale, ha l'effetto di obbligare o un ridimensionamento degli obiettivi dell'investitore oppure un sensibile aumento della rischiosità del portafoglio addirittura mediante l'utilizzo della leva.

La compressione della volatilità, in particolare modo sul mercato obbligazionario, è il risultato della presenza di un compratore con potenzialità enormi, sistematico e con un sistema di incentivi indipendente dalla redditività del portafoglio. Le misure di rischio più affidabili e diffuse, per essere reattive e coerenti con la dinamica dei prezzi, attribuiscono maggiore peso alle osservazioni recenti. Come conseguenza la

compressione delle volatilità indotta dalle banche centrali porta al calcolo di misure di rischio che sottostimano la probabilità di ribassi marcati e rendono i portafogli vulnerabili ad eventi di coda.

Le modalità di intervento delle banche centrali hanno anche un impatto significativo sulla correlazione tra le principali alternative di investimento, in particolare quella tra azioni e obbligazioni che da moderatamente negativa e pertanto efficace in quanto a potenzialità di diversificazione ha assunto valore positivo in occasione degli ultimi episodi di ribasso. La prevalenza di un unico fattore di rischio, rappresentato dalla stabilità prospettica delle operazioni di acquisto da parte delle banche centrali, contribuisce a spiegare il cambio di segno della correlazione e la conseguente perdita di affidabilità delle strategie basate sulla diversificazione tradizionale tra azioni e obbligazioni.

Il nuovo contesto di mercato, caratterizzato da un ruolo molto attivo delle banche centrali e da una ridotta possibilità di ricorrere ad impostazioni tradizionali al fine di raggiungere livelli soddisfacenti di combinazioni tra rischio e rendimento, impone al gestore di modificare alcuni schemi di comportamento.

La delega della politica economica alle banche centrali e la conseguente repressione finanziaria

obbligano gli investitori a tollerare l'incremento del loro budget di rischio.

Una maggiore assunzione di rischio necessita però di alcuni adattamenti affinché il rischio sia assunto in modo efficiente e consapevole.

Il primo adeguamento consiste nell'affinare il calcolo delle misure di rischio, ad esempio con l'utilizzo di misure ibride ottenute da un bilanciamento tra quelle basate sulla volatilità di breve e le massime perdite passate, in modo da conservare la memoria storica di come ciascuna classe di investimenti si è comportata nei momenti peggiori.

Il secondo adattamento attiene alla necessità di ampliare l'universo di investimento poiché ci sono ancora ambiti – dalle valute alle attività reali alle strategie attive - in cui la repressione finanziaria non ha causato il prosciugamento del valore o non ha intaccato il ruolo difensivo della correlazione.

Da ultimo è opportuno prendere atto che in un contesto come l'attuale, dove prevale un solo fattore di rischio, la difesa del valore del portafoglio deve avvenire non più con la sola riduzione del peso relativo dell'asset class teoricamente più rischiosa, ovvero le azioni, ma con interventi trasversali sul rischio complessivo del portafoglio. Detto altrimenti, la liquidità da variabile residuale deve essere considerata una vera e propria asset class da utilizzare per una gestione attiva e dinamica del rischio.

contributi

## La nuova sfida nel reddito fisso: dall'approccio multisettoriale alla gestione dinamica del rischio nei portafogli a reddito fisso

Nicola Meotti, Director, Financial Institution — AB

Una delle maggiori sfide delle gestioni a reddito fisso in questo periodo caratterizzato da tassi reali e nominali ai minimi storici, a seguito di una discesa dei tassi durata circa trent'anni, è quella di realizzare i molteplici e differenziati obiettivi di investimento delle diverse tipologie di investitori in modo equilibrato e con il giusto bilanciamento tra il rendimento dei portafogli e l'esposizione al rischio che questi comportano. Oggi più che mai è necessario per un gestore poter disporre di notevoli dimensioni per superare le barriere conoscitive all'analisi delle singole aree geografiche, settori economici, tipologie di emittenti e infine singole emissioni.

Nella costante ricerca dell'ottimizzazione del rapporto tra rischio e rendimento è necessario analizzare il mercato e le sue manifestazioni da molteplici punti di vista: l'analisi macroeconomica, con enfasi soprattutto sulla curva dei tassi e sull'andamento delle economie dei singoli paesi, l'evoluzione degli spread rispetto alle emissioni cosiddetta risk-free, l'analisi legata ai singoli emittenti e infine quella incentrata sulle singole emissioni. Il mercato del reddito fisso nella realtà è ben diverso dalle rappresentazioni dei modelli accademici, che per necessità devono ricorrere a semplificazioni e o ipotesi forti che ne rendano possibile la costruzione. Esistono notevoli asimmetrie informative, una mole enorme di dati, svariate migliaia di emittenti, ma soprattutto svariate centinaia di migliaia di emissioni nel mondo, per cui solo un approccio combinato - macroeconomico, quantitativo e fondamentale - consente di avere quella consapevolezza di giudizio e quella necessaria profondità di analisi. In sintesi, il mercato del reddito fisso, nonostante la sua evoluzione, dimensioni ed organizzazione, è ben lungi dal poter essere considerato un mercato perfetto: gli effetti dell'operato delle banche centrali, la presenza di compratori forzati, ad esempio alcune tipologie di istituzionali, il country bias, la moral suasion, la presenza di venditori

forzati, ad esempio gli investitori soggetti a regole stringenti sul rating, ne fanno un mercato irto di insidie ma allo stesso tempo di opportunità per chi è in grado di leggerle ed anticiparle nella propria gestione.

Alla consapevolezza circa l'imperfezione dei mercati si è giunti in maniera graduale nel tempo sia da parte del pubblico che degli investitori istituzionali: investire in titoli a reddito fisso governativi dei paesi sviluppati nei passati 30 anni è stato tutto sommato una attività facile, dato che la struttura dei tassi per tutto questo lungo arco temporale è stata in discesa e i rendimenti nominali erano elevati. I titoli di stato garantivano più che buone cedole nominali e quei pochi emittenti societari che non facevano ricorso unicamente al canale dell'intermediazione creditizia offrivano rendimenti ancora più interessanti. L'interesse dell'investitore era sostanzialmente sul rating assegnato dalle varie agenzie, sul flusso costante delle cedole e sulla restituzione del capitale alla scadenza. La cosiddetta crisi del debito sovrano avvenuta nel 2011 ha improvvisamente portato sotto gli occhi di tutti che il concetto di *risk free* è frutto di una necessaria semplificazione dei modelli accademici di allocazione del capitale che non trova riscontro nella realtà. E' stata sufficiente una momentanea mancanza di fiducia da parte di alcuni investitori all'atto del rinnovo delle scadenze per mettere in crisi addirittura un gruppo di emittenti governativi. Crisi tuttavia efficientemente tamponata, a differenza di altre crisi avvenute nel passato, dal tempestivo ed efficace intervento della Banca Centrale. La violenta variazione dei prezzi avvenuta durante il periodo della crisi del debito sovrano si è risolta in un evento meno importante del temuto, costituendo altresì, per gli investitori più decisi e dinamici, una eccezionale opportunità di investimento. La discesa dei tassi tuttavia è proseguita ulteriormente fino ai giorni nostri ed oggi ottenere un rendimento interessante e compatibile con gli impegni dal lato delle passività è diventata più che mai una sfida, con l'inflazione ai minimi storici e i tassi, sia reali che nominali ai livelli minimi.

L'interesse degli investitori si è quindi spostato su settori di credito a maggiore rendimento e quindi a maggiore rischio. Rischi a cui peraltro gli investitori non sono nuovi, avendo ancora in bocca l'amaro dei default paese di Russia e Argentina, piuttosto che di emittenti corporate molto più vicini a noi, come Cirio e Parmalat. La consapevolezza che a maggiori rendimenti si accompagnano generalmente maggiori rischi ha di fatto favorito il ricorso all'utilizzo di asset managers con capacità d'abbraccio dei mercati internazionali in grado di valutare autonomamente il merito di credito degli emittenti e diversificare efficacemente tra diverse geografie e settori.

Fortunatamente per molti investitori è chiaro che il mercato del reddito fisso, a differenza dell'azionario è strutturalmente asimmetrico, vale a dire che il compenso per il prestito è costituito da un modesto saggio di interesse, mentre il rischio in caso di evento patologico può riguardare l'interezza del capitale. Nel reddito fisso, ancor più che nell'azionario, è quindi necessario diversificare maggiormente gli investimenti per minimizzare l'impatto del fallimento del singolo emittente, e ancor più è opportuno affidarsi ad un gestore attivo che riponga la necessaria attenzione ad evitare di investire in emissioni che potrebbero avere un rischio di inadempimento, sia palese tramite i credit rating pubblici, che occulto, vale a dire evidenziabile eventualmente tramite due diligence e valutazioni mirate. In altre parole, la gestione attiva nel reddito fisso è ancora più importante che nell'azionario, e la chiave di volta non sta tanto nel sovra o sotto pesi, quanto sulla capacità decisionale di evitare le emissioni pericolose.

Un'altra delle evidenze che sono balzate alla ribalta in questo generalizzato movimento di diversificazione dal tradizionale investimento in governativi, è l'opportunità di diversificare a livello settoriale e soprattutto di gestire dinamicamente il mix di esposizioni nei diversi settori. Difatti risulta empiricamente che non solo nessun settore risulta costantemente vincente, ma al contrario, l'avvicendamento tra settori è un fenomeno molto accentuato: nel 2014 i governativi sono stati il miglior settore, ed il peggiore nel 2010, gli high

yield sono stati il miglior settore nel 2012, 2010 e 2009, ma il peggiore nel 2014, 2007 e 2008, i mercati emergenti in valuta locale il miglior settore nel 2012, 2007 e 2006 ma il peggiore nel 2011. Lo stesso si potrebbe dire a livello di paese, prendendo spunto da vari paesi, come gli Stati Uniti, UK e Australia, rispettivamente nelle migliori e peggiori posizioni ad anni alterni.

Da qui l'opportunità del beneficio di una gestione multisettoriale ma allo stesso tempo dinamica per l'investitore che ricerchi rendimenti più robusti e portafogli maggiormente diversificati. Un aspetto che tuttavia viene spesso sottovalutato è che a differenza dell'investimento governativo, la dispersione dei rendimenti a livello dei vari credit sectors è molto elevata: ad esempio negli high yield a fronte di un rendimento medio del 6,2%, l'universo rappresentato dall'indice spazia da un minimo del 2,8% ad un massimo del 17,1%, nei mercati emergenti in valuta locale a fronte di una media del 4,9% osserviamo una dispersione che va dall'1,4% al 12,6. E' evidente quindi che è necessario effettuare una analisi mercato per mercato, area per area, settore per settore, e soprattutto emittente per emittente per giudicare correttamente l'opportunità di prendere esposizione e di assumere i rischi conseguenti.

Un portafoglio ben diversificato e ben costruito con le migliori idee di investimento oggi non può prescindere dalla combinazione di un processo top down di allocazione a livello di tassi, valute, settori, aree geografiche, ed un processo di valutazione bottom up a livello di singolo titolo, volto a limitare il rischio idiosincratco vale a dire il rischio legato al default del singolo emittente, affidandosi ad un gestore professionale che si prenda le sue responsabilità nel determinare il mix ottimale, a volte a costo dell'accettazione, almeno nel breve periodo di bassi rendimenti qualora le distorsioni di mercato portino a livelli di rischio non adeguatamente compensati. Nelle gestioni dinamiche multisettoriali a volte è necessario avere la pazienza di attendere i rendimenti evitando il sovraffollamento (crowding) in particolari settori e cogliendo le reali opportunità quando queste si palesano.

contributi

## Profili di rischio/rendimento asimmetrici: la medaglia senza il rovescio

Lorenzo Gazzoletti, Deputy CEO — Oddo Asset Management

**S**fruttare la maggior parte delle fasi di rialzo del mercato mitigando al contempo le fasi di ribasso e contendendo il rischio di perdita di capitale.

In questo modo si potrebbero definire gli effetti di un profilo di rischio/rendimento asimmetrico positivo: maggiore partecipazione alle fasi positive del mercato e minore a quelle negative.

L'asimmetria può essere anche negativa con maggiori perdite in confronto ai guadagni, che possiamo riscontrare spesso nella realtà dei mercati azionari in contrasto con l'assunzione ideale della simmetria/distribuzione normale dei rendimenti. Inoltre conosciamo tutti l'effetto asimmetrico delle perdite: una correzione del 50% azzerava un guadagno del 100% e per compensare una perdita del 50% ci vuole un rimbalzo del 100%.

La ricerca di profili di rischio/rendimento asimmetrici è di grande importanza per difendere il valore dei portafogli e tutelarne la crescita. In particolare nell'attuale contesto di mercato: è tornata l'attrattiva del mercato azionario accompagnata da un rischio sempre più elevato del mercato obbligazionario i cui tassi possono

solo salire. Stiamo passando da un contesto caratterizzato da timori deflazionistici a un contesto di crescita, con inflazione in ripresa anche grazie a una forte spinta da parte della BCE, con gli effetti già menzionati sui tassi e con il ritorno della volatilità.

Un profilo asimmetrico di rischio/rendimento permette di:

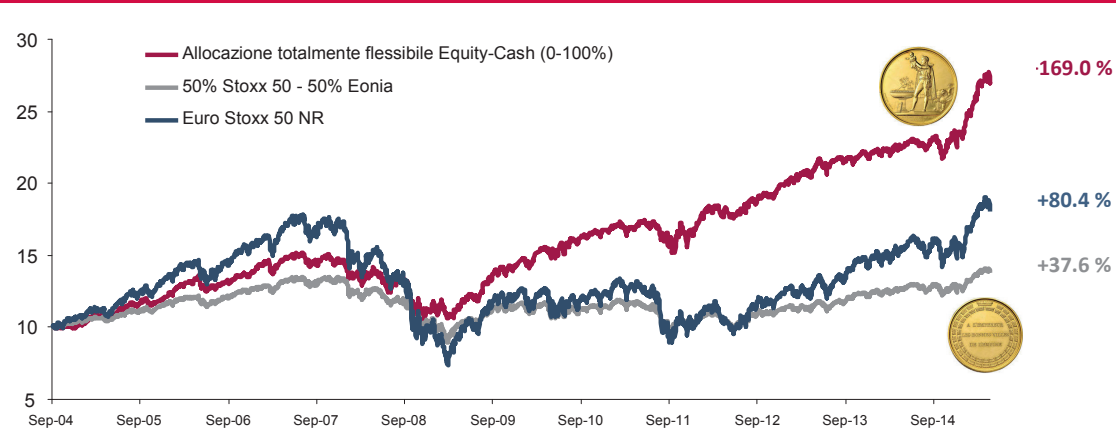
- ▶ ridurre la volatilità in un clima di maggiore incertezza
- ▶ ridurre l'impatto di possibili storni
- ▶ migliorare la performance del portafoglio

Ovviamente si pone la domanda su come si possa creare un profilo di rischio/rendimento asimmetrico positivo nel portafoglio. A questo proposito vorremmo sviluppare due approcci:

**1. Ampia delega di allocazione al gestore: il tradizionale mandato 100% azionario o il 50/50% bilanciato diventano in questo modo mandati con un'allocazione totalmente flessibile 0-100%.**

Negli ultimi 15 anni, il mercato azionario europeo ha avuto una performance del +52%, nonostante ciò è stato caratterizzato da elevata volatilità e forti flessioni. La correzione 2007/2008 dell'MSCI Europe ha mostrato un drawdown massimo del -54%.

Figura 1:



Fonte: Oddo AM. Dati al 30/04/2015, Allocazione totalmente flessibile performance al lordo delle commissioni di gestione

Se si fossero evitati i 3 peggiori mesi del periodo in oggetto (15 anni) il rendimento sarebbe migliorato del 95%, mentre evitando i 3 migliori, il rendimento sarebbe diminuito solo del 10%.

Un'allocazione flessibile che riesca ad evitare i peggiori storni di mercato avrebbe una funzione molto importante nel portafoglio, aumentando in questo modo la performance assoluta in confronto alle soluzioni tradizionali, "azionario puro/bilanciato 50/50%" e al contempo con un livello di volatilità più bassa.

A questo titolo si veda l'esempio della storia decennale di un portafoglio flessibile azionario/monetario 0/100% in confronto al mercato andamento azionario puro (EuroStoxx 50) e un indice 50% azionario (Eurostoxx50) - 50% monetario (EONIA).

## 2. Asimmetria naturale di alcune classi di investimento come quella delle obbligazioni convertibili.

La naturale asimmetria dei rendimenti delle obbligazioni convertibili permette di ottenere su un orizzonte di lungo termine (circa 20 anni) un effetto simile: performance prossime ai titoli azionari con una volatilità doppiamente inferiore. La combinazione di un'obbligazione con un'opzione call su di un titolo azionario (sottostante) può dare il seguente comportamento: minore partecipazione alle correzioni del prezzo

dell'azione sottostante, grazie al valore puro dell'obbligazione (pavimento obbligazionario) e maggiore partecipazione ai rialzi del sottostante. Questo effetto descrive l'area di asimmetria del profilo di rischio/rendimento o di convessità delle obbligazioni convertibili.

Secondo il profilo di rischio dell'investitore si possono creare diversi portafogli modello massimizzando la loro asimmetria attraverso le varie leve come: l'area geografica, la sensibilità azionaria, la sensibilità ai tassi, i livelli di rating e la distanza massima dal pavimento obbligazionario.

Una gestione attiva della classe d'investimento delle obbligazioni convertibili è particolarmente indicata in quanto può ottimizzare l'asimmetria del profilo di rischio/rendimento del portafoglio.

L'introduzione nei portafogli istituzionali di approcci di gestione con profili di rischio/rendimento asimmetrici potrebbero mostrare alcune criticità. Ad esempio: deleghe con ampia flessibilità, il passaggio dal mandato 100% al 0-100% rende necessario un cambiamento nella comunicazione tra l'investitore e il gestore; potrebbe inoltre essere richiesto un adattamento del sistema di controllo del rischio per monitorare la reattività di questo tipo di portafoglio.

In conclusione la ricerca di profili di rischio/rendimento asimmetrici compensa notevolmente l'investitore istituzionale dato l'elevato potenziale di perdita dei mercati finanziari.

contributi

## In una sola soluzione la risposta a tre problemi: come funziona la piattaforma d'investimento dedicata agli Investitori Istituzionali

Massimo Sabatini, Head of Wholesale & Institutional Business Italy — GAM (Italia) SGR  
Martin Peter, Head LO Team 1, Private Labelling Europe — GAM Investment Management (Switzerland) Ltd.

**I**l contesto di bassi tassi d'interesse spinge gli Investitori Istituzionali a riconsiderare le proprie scelte di Asset Allocation coniugando fonti di rendimento con strategie "alpha oriented".

Contestualmente, la nuova cornice normativo-regolamentare (DM 166/2014, "DM Casse", protocollo d'intesa MEF-ACRI) e il nuovo quadro fiscale più penalizzante stimolano più di una riflessione sull'architettura del modello d'investimento.

La ricerca di rendimenti passa quindi non solo attraverso l'utilizzo di nuove classi d'investimento in seno ai portafogli finanziari, ma anche attraverso l'implementazione di nuovi modelli di gestione come le piattaforme d'investimento dedicate agli Investitori Istituzionali.

Oggi le migliori pratiche in tema di "private labelling" consentono a Fondi Pensione di primo e di secondo pilastro così come a Fondazioni e più in generale ad Enti no-profit di ottimizzare i propri investimenti, coniugando risparmio fiscale, semplificazione operativa, omogeneizzazione della reportistica da banca depositaria e gestori finanziari.

I fondi pensione, le fondazioni e gli altri grandi Investitori Istituzionali possono strutturare i loro attivi in soluzioni di investimento tali da aumentare i benefici in termini di efficienza non solo per l'ente stesso, ma anche per i suoi "stakeholders". Buona governance, elevata trasparenza, efficace gestione e controllo del portafoglio, sono i tre fattori chiave per una soluzione efficiente che migliori la performance garantendo sicurezza.

Ai fondi pensione è normalmente richiesto di trovare un equilibrio tra le prescrizioni normative

da un lato e le attese degli iscritti al fondo dall'altro.

Equilibrio che, nel caso delle Fondazioni Bancarie, vede da un lato la ricerca di rendimenti finanziari stabili e dall'altro l'impegno al sostegno dello sviluppo economico, ambientale e culturale nei territori di riferimento.

La recente evoluzione della cornice normativa, oltre ad introdurre importanti novità nel mondo dei Fondi Pensione (DM 166/2014), delle Casse di Previdenza ("DM Casse" attualmente nella fase post-consultazione) e delle Fondazioni Bancarie (Protocollo d'intesa tra MEF e ACRI), spinge gli Investitori Istituzionali a ripensare o a migliorare la propria corporate governance e il proprio modello operativo, migliorandone i profili di efficienza, indipendenza e trasparenza.

In questo senso, le piattaforme d'investimento dedicate, favoriscono il "lavoro di squadra" dove i vari attori – Fondo Pensione/Fondazione, Advisor, Gestore Finanziario e Gestore della Piattaforma – si confrontano e agiscono nel comune interesse, orientati alla ricerca della migliore soluzione possibile.

### **La creazione di una piattaforma d'investimento dedicata: la situazione di partenza**

Di norma un Ente Previdenziale o una Fondazione Bancaria tendono a suddividere gli investimenti tra più gestori, coerentemente con la propria asset allocation strategica e con l'obiettivo di diversificare i rischi. In un modello a gestione "indiretta" i mandati sono gestiti da manager esterni; in un modello a gestione "diretta", gli investimenti (in titoli, OICR ecc...) sono seguiti direttamente dalla Funzione Finanza del Fondo/Ente.

Nel caso di gestione "indiretta" ogni mandato ha un controllo separato, sulla base dei dati forniti dalle diverse banche depositarie.

Le attività amministrative, ad esempio il consolidamento dei conti titoli e i periodici chiarimenti contabili, sono condotti dal Fondo/



Ente. Gli obblighi imposti dagli aggiornamenti normativi, specie negli ultimi anni, hanno generato un crescente carico di lavoro che si è spesso tradotto in costi crescenti. In queste circostanze può essere opportuno riconsiderare il modello operativo con l'obiettivo di recuperare efficienza in termini amministrativi, fiscali e di reporting periodico.

### Un lavoro di squadra

Nella piattaforma d'investimento dedicata si delinea una chiara unità d'intenti:

- ▶ **l'Investitore Istituzionale** punta a migliorare il profilo di efficienza del proprio modello operativo, mantenendo inalterate le esigenze primarie in termini di asset allocation strategica, diversificazione dei gestori, monitoraggio delle performance finanziarie;
- ▶ **l'Advisor** supporta le scelte dell'Investitore in tema di ALM/Asset Allocation Strategica, selezione dei gestori, risk management;
- ▶ il **Gestore della Piattaforma** costituisce la piattaforma d'investimento (uno o più fondi d'investimento) individuando la migliore configurazione (Governance, Modello Operativo) per l'Investitore Istituzionale;
- ▶ Il **Gestore Finanziario** gestisce gli attivi nel quadro di un mandato di gestione e nei limiti d'investimento da esso prescritti.

Lavorando a stretto contatto con il Fondo/Ente e con il suo Advisor, una volta definitivi gli obiettivi e le tempistiche del progetto, la Società di Gestione della Piattaforma provvede a coordinare i cantieri di lavoro secondo prassi e protocolli consolidati e ad aggiornare il committente in occasione di incontri periodici, conferenze telefoniche e report di "stato avanzamento lavori".

Una volta realizzato il trasferimento degli asset (mandati di gestione, investimenti in titoli e/o OICR) nella piattaforma, la responsabilità dei rapporti con le Autorità (interazione e attività di reporting) passa alla Società di Gestione della piattaforma che è diventata anche responsabile dell'avvio e del mantenimento dei fondi, degli accordi con la banca depositaria e con i gestori.

La lista dei controlli e delle responsabilità che normalmente si assume il Gestore della Piattaforma include:

- » controllo dei limiti d'investimento ("Investment Compliance");

- » controllo del rischio e linee guida legali (Regulatory and Governance);
- » gestione e assistenza riguardo a sottoscrizioni e riscatti;
- » gestione delle class actions;
- » performance reporting, ad-hoc reporting (stress test, reporting sulla liquidità, ecc.);
- » gestione degli asset manager esterni;
- » gestione dei contratti;
- » implementazione di nuove commissioni e gestione delle stesse (pagamenti, ecc.);
- » calcolo e reporting di dati fiscali in paesi diversi, rimborso della ritenuta alla fonte sulla base di convenzioni contro le doppie imposizioni.

Il controllo ed il monitoraggio degli strumenti finanziari riveste una considerevole rilevanza, soprattutto in un contesto economico e finanziario come quello che stiamo vivendo. La fase di controllo e monitoraggio normalmente si articola in quattro categorie: controllo della performance, controllo dell'investimento, controllo della qualità amministrativa e performance attribution.

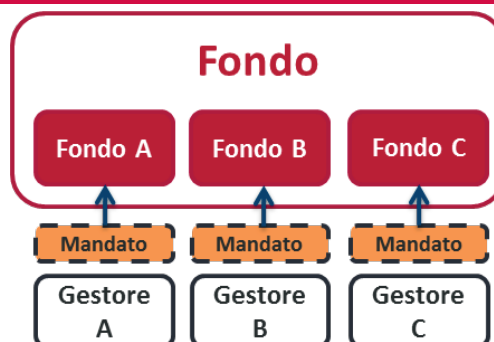
Una volta delegate tutte le attività qui sopra elencate, il Fondo Pensione/Ente si è "liberato" del fardello amministrativo e può concentrarsi sulla responsabilità dell'indirizzo strategico della gestione, sui mandati di gestione e sui gestori ai quali affidare i mandati.

### Le possibili configurazioni

Sono molte le configurazioni di una piattaforma d'investimento dedicata. Di seguito riportiamo alcuni esempi.

In questa configurazione l'Investitore Istituzionale promuove la costituzione di più fondi d'investimento a ciascuno dei quali assegna un gestore delegato. Si tratta della casistica più semplice che consente, ad esempio, di mantenere

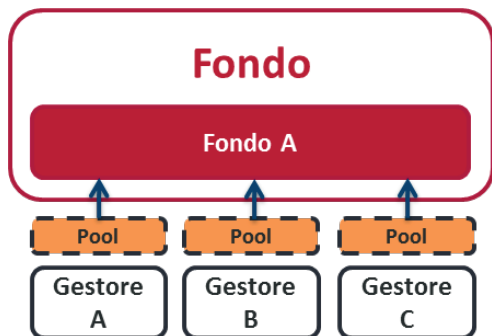
Figura 1: Più comparti dedicati, più gestori





inalterato il rapporto attuale "Gestore/Asset Class" precedentemente individuato dal Fondo Pensione/Ente, recuperando efficienza in termini operativi, contabili e fiscali.

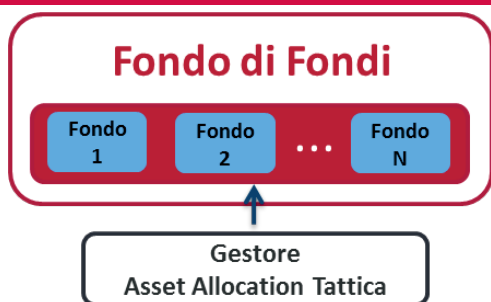
**Figura 2:** Un comparto dedicato, più gestori (struttura multi-pooling)



In questa configurazione l'Investitore Istituzionale promuove la costituzione di un unico fondo d'investimento conferendo la delega d'investimento a più gestori, ciascuno specializzato su una specifica asset class (logica dei "pool" d'investimento).

Viene così conseguita la diversificazione sia per classe di attivo sia per gestore finanziario. L'Asset Allocation tattica si concretizza poi all'interno del fondo dedicato, come risultato del sovra/sotto-peso dei singoli pool d'investimento.

**Figura 3:** Un comparto dedicato, più gestori (struttura Fondo di Fondi)



In questa configurazione l'Investitore Istituzionale promuove la costituzione di un unico fondo d'investimento i cui asset sottostanti sono investiti in una pluralità di OICR, coerentemente con l'Asset Allocation strategica.

Anche in questo caso viene implementata la

diversificazione per classe di attivo e per gestore finanziario. L'Asset Allocation tattica è curata da un Gestore terzo, individuato dal Fondo Pensione/Ente con il supporto del proprio Advisor.

L'Advisor può inoltre supportare il Gestore terzo nella selezione degli OICR target del fondo di fondi.

**L'esempio di una Cassa Previdenziale Italiana: ENPACL**

GAM, in quanto provider di piattaforme d'investimento dedicate, ha affiancato il management della Cassa di Previdenza e Assistenza dei Consulenti del Lavoro (ENPACL), nella finalità di dotare l'Ente di un proprio veicolo d'investimento.

Con il supporto dell'Advisor, ne sono stati studiati lo schema di governance, gli obiettivi economici, organizzativi e strutturali di medio-lungo periodo così come l'Asset Allocation strategica, le linee guida e i limiti d'investimento.

Lo schema di governance del fondo prevede un **"Comitato Consultivo"** composto da alcuni esponenti della Cassa, da un esponente dell'Advisor e del Gestore Delegato.

Il Comitato si riunisce periodicamente, di norma ogni tre mesi, ricevendo regolari aggiornamenti sull'andamento del fondo da parte del Gestore.

Fornisce opinioni non vincolanti sulla strategia d'investimento del fondo ed esprime un parere obbligatorio in tema di conflitto d'interessi.

Il fondo presenta la seguenti principali caratteristiche:

- » Politica d'investimento: Multi Asset
- » Tipologia gestione: Attiva
- » Benchmark: 72% Obbligazioni, 28% Azioni
- » Parametro di rischio: limite di TEV (tracking error volatility)
- » Strumenti finanziari: UCITS, ETF, titoli
- » Limiti di concentrazione: massimo 5% per singola SGR; massimo 10% per Gruppo di appartenenza
- » Distribuzione semestrale dei proventi del fondo calibrata sulle esigenze finanziarie della Cassa

La gestione di secondo livello agisce su **5 sub-asset class** (Obbligazionario Governativo EMU investment grade, Obbligazionario Governativo Globale ex EMU, Obbligazionario Governativo Inflation Linked, Obbligazionario Mercati

Emergenti, Azionario Globale), assicurando una diversificazione del rischio distribuita su **45 fondi target** gestiti da **18 SGR**.

Il sistema di reporting, coerente con i dettami stabiliti dalle Autorità di Vigilanza\* anche in termini di cd. "lookthrough", è strutturato su diverse finestre temporali (settimanale, mensile, trimestrale, semestrale, annuale) e assicura totale trasparenza in termini di allocazione degli attivi per asset class, sub-asset class, singoli strumenti finanziari, ecc..

### La risposta a tre problemi

In conclusione, la piattaforma d'investimento dedicata presenta una pluralità di vantaggi per l'Investitore Istituzionale:

#### Amministrazione/fiscaltà

- a. NAV periodicamente certificato
- b. semplificazione operativa nella gestione dei

conferimenti

- c. possibilità di costituire più classi di azioni nel Fondo (ad accumulazione e a distribuzione dei proventi)
- d. riduzione degli oneri fiscali (IVA, tassazione sul capital gain) rispetto ad una Gestione Patrimoniale

#### Gestione finanziaria

- e. semplificazione nell'esecuzione delle scelte di portafoglio
- f. maggior rapidità operativa in risposta a mutamenti di scenario/valutazioni

#### Risk management/reporting

- g. pluralità dei livelli di controllo
- h. maggior presidio sui limiti d'investimento
- i. reporting completo e dettagliato secondo quanto prescritto dalle Autorità di Vigilanza.

*\*Nello schema di Regolamento Ministeriale, recante disposizione in materia di investimento delle risorse finanziarie degli Enti Previdenziali («DMCasse»), sulla falsariga del DM 166/2014 per i fondi pensione, l'investimento in OICR è consentito a condizione che (Art. 9 comma 7 – punto d): "L'Ente sia in grado di monitorare il rischio relativo a ciascun OICR al fine di garantire il rispetto dei principi e criteri stabiliti nel presente decreto per il portafoglio nel suo complesso".*

*La COVIP richiede inoltre all'Ente le informazioni relative alla composizione degli OICR degli Enti di previdenza al fine della predisposizione della relazione ai Ministeri Vigilanti, così come previsto dal Decreto Interministeriale del 5 giugno 2012.*

contributi

## É ancora vero che a maggiore rendimento corrisponde maggiore rischio?

Alessandro Binello, Presidente — Quadrivio

**N**ell'attuale contesto di mercato, il miglior trade-off tra rischio e rendimento degli investimenti in asset alternativi è influenzato da alcuni key factors:

- 1. Soggetto:** la selezione del gestore deve ricadere verso operatori che presentano elementi distintivi.
- 2. Prezzo:** la scelta dell'investimento deve privilegiare asset acquistabili a prezzi ridotti.
- 3. Tempo:** l'investimento deve avere un holding period contenuto (3-5 anni). Più la durata dell'investimento è breve più è probabile che la vita dell'investimento si esaurisca nella stessa congiuntura di mercato, evitando così che eventi esogeni possano influire sui ritorni dell'investimento.
- 4. Oggetto:** l'asset sottostante su cui si decide di investire deve essere molto ben conosciuto dal gestore, infatti se l'oggetto dell'investimento rientra pienamente nelle aree di competenza del soggetto, la rischiosità dell'investimento può essere meglio gestita. Il know-how e l'esperienza del gestore sono in questa prospettiva elementi fondamentali nella mitigazione del rischio e nell'identificazione di target in grado di creare e mantenere valore nel tempo.

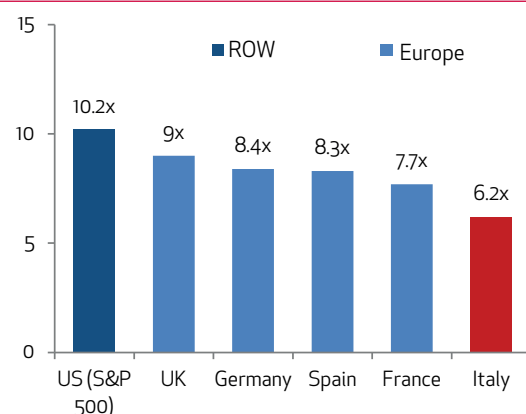
Poiché gli investimenti in asset alternativi hanno una durata di medio-lungo termine, la scelta del gestore è il primo elemento fondamentale nella gestione del rischio. Al fine di evitare un'eccessiva dipendenza da pochi key-man e di instaurare un rapporto di lungo termine, gli investitori dovrebbero evitare di rivolgersi a quei gestori che si affidano a un limitato numero di professionisti. Al contrario, la scelta dovrebbe ricadere su quei soggetti strutturati che hanno Asset Under Management significativi, un track record di successo, garantiscono ampia trasparenza e in cui vi è un pieno allineamento d'interessi tra il management e gli investitori (tramite il co-investimento del management nei Fondi gestiti).

Le successive caratteristiche (prezzo, tempo e oggetto dell'investimento) possono essere analizzate specificatamente a seconda delle diverse strategie di investimento.

La rischiosità degli investimenti in Private Equity può essere gestita tenendo in considerazione i seguenti key factors:

### 1. Prezzo

Come dimostra il grafico sottostante, i multipli d'acquisto delle aziende italiane sono in media inferiori rispetto ai principali paesi sviluppati (fonte: Quadrivio Research su dati Capital IQ e S&P).



Questo risultato è dovuto da un lato a un'elevata presenza di PMI sul territorio (a questo riguardo l'Italia registra il più alto numero di PMI manifatturiere in Europa) e dall'altro al minor numero di operatori di PE attivi sul mercato rispetto agli altri principali paesi europei (fonte: European Commission e AIFI).

### 2. Tempo

Mantenere un holding period breve (compreso tra 2-5 anni) riduce la probabilità che si verifichino fattori esogeni negativi su cui il gestore non ha possibilità d'intervenire. Questo principio deve inoltre essere riflesso nel contratto di investimento nell'asset.

### 3. Oggetto

Evitare di investire in settori troppo ciclici e volatili rappresenta un meccanismo di copertura del rischio. In aggiunta, l'investimento rivolto verso l'acquisto di quote di maggioranza, garantisce al gestore il potere di indirizzo strategico e il controllo, caratteristica rilevante soprattutto nelle situazioni di criticità.

Nell'esperienza dei Fondi di Private Equity di Quadriovio, il rispetto dei key factors sopra riportati ha permesso di ottenere rendimenti stabili e costanti nell'arco di 15 anni, con un CoC medio pari a 2,21x, nessun write-off registrato e un IRR ad oggi pari al 31% sul Fondo 2.

Il focus sul prezzo, sulla dimensione temporale e sull'asset sottostante rappresenta anche nel mercato delle Energie Rinnovabili un meccanismo di downside protection fondamentale per la gestione del trade-off rischio-rendimento.

#### 1. Prezzo

Negli ultimi anni il prezzo medio delle transazioni è entrato in una fase di decrescita (fonte: International Energy Agency) e il mercato secondario Italiano delle Energie Rinnovabili presenta oggi ottime opportunità d'acquisto degli impianti a condizioni vantaggiose. Questo risultato è dovuto da un lato all'ancora elevato livello di frammentazione del mercato (soprattutto nel segmento del fotovoltaico) e dall'altro a una concorrenza limitata in termini di operatori specializzati nella compravendita di impianti di piccole e medie dimensioni.

#### 2. Tempo

La recente modifica normativa (decreto 116/2014, c.d. "Spalma Incentivi") dovrebbe garantire per i prossimi anni una maggiore stabilità del mercato, riducendo le probabilità di una nuova evoluzione legislativa nel breve periodo. Tuttavia, mantenere un holding period contenuto rimane la misura più efficace per proteggersi dal rischio e dagli effetti di un nuovo cambiamento normativo.

### 3. Oggetto

L'investimento in impianti fotovoltaici, di biogas e idroelettrici consente una previsione dei flussi di cassa accurata e stabile nel tempo. Tale previsione può essere poi maggiormente attendibile se l'investimento si focalizza su impianti già operativi (evitando così gli oneri e le criticità di sviluppo) e se ci si affida a tecnologie mature e

consolidate per l'operatività dell'impianto. La rischiosità dell'investimento può essere infine gestita attraverso un processo di diversificazione del portafoglio su più tipologie di asset (come nel caso di Quadriovio, che investe nei segmenti fotovoltaico, biogas e idroelettrico).

La rischiosità dell'investimento in Private Debt può essere efficacemente gestita se e solo se:

#### a. Il Focus d'investimento è rivolto al Senior Secured Debt

Privilegiare strumenti Senior Secured rispetto ad altre tipologie di finanziamento è il primo passo verso una migliore gestione del rischio.

#### b. La Due Diligence è proprietaria e si serve di approccio valutativo simile al Private Equity

Lo svolgimento di un'approfondita Due Diligence proprietaria (in cui l'analisi del merito di credito e la valutazione di tutti i rischi connessi all'operazione vengono condotte internamente da un team di professionisti) rappresenta un importante elemento a copertura del rischio. L'adozione di un approccio valutativo simile a quello del Private Equity rappresenta inoltre un'ulteriore downside protection che consente, tra gli altri elementi, di evitare l'investimento in aziende attive in settori ciclici e volatili.

#### c. Il rimborso del debito non è di tipo bullet ma prevede un piano di ammortamento

Un piano di rimborso che suddivide il pagamento del debito in diverse rate omogeneamente distribuite nella durata del finanziamento consente al gestore di avere un monitoraggio costante della performance e della solvibilità della società, rendendolo così in grado di gestire meglio la rischiosità dell'investimento.

#### d. Vi sono dei covenants legali a tutela del soggetto finanziatore

Ogni contratto di finanziamento deve essere accompagnato da un security package, ovvero da un insieme di garanzie legali "ad hoc" volte a tutelare il soggetto finanziatore. L'introduzione di un security package completo ed esaustivo su tutti gli elementi di criticità dell'operazione rappresenta un importante meccanismo di downside protection.

Nell'attuale contesto di mercato l'adozione di precisi meccanismi di downside protection può rendere più attraente la correlazione rischio-rendimento nel caso degli investimenti in Private

Equity, Energie Rinnovabili e Private Debt. La selezione del gestore rappresenta tuttavia il primo elemento fondamentale nel ridurre l'esposizione al rischio degli investitori, dal momento che gestori

che si servono in modo efficace di tali meccanismi di downside protection sono maggiormente in grado di garantire rendimenti premium stabili e costanti nel tempo.

contributi

## Are Alternatives for everyone?

Laura Nateri, Country Head — Aberdeen Italy

### Premessa

I fondi pensione stanno investendo in una gamma sempre più ampia di asset class e strategie allo scopo di gestire il rischio e generare rendimenti, un obiettivo che continua ad essere molto difficile da perseguire nonostante le numerose opzioni disponibili e forse in parte proprio per causa loro.

Tutti i partecipanti alla ricerca che qui presentiamo convengono sull'importanza di guardare oltre gli strumenti e le tecniche tradizionali, riconoscendo nel contempo le potenziali difficoltà associate con gli investimenti alternativi, ad esempio i vincoli posti da asset class illiquide e la natura dinamica delle strategie incentrate sull'alfa che sottostanno a requisiti di due diligence molto complessi.

Ponendo la domanda "gli investimenti alternativi sono adatti a tutti?", è apparso evidente che un'allocazione sugli alternativi non è una soluzione automaticamente in grado di garantire la diversificazione, la copertura dai rischi o la crescita dei rendimenti. Tuttavia, un portafoglio che ne sia sprovvisto sembra avere meno chance di ottenere un rendimento superiore ponderato per il rischio.

Indubbiamente, il tradizionale rapporto tra le asset class è cambiato e l'introduzione dei prodotti alternativi nei portafogli dei fondi pensione è dunque un passo inevitabile.

Aberdeen si occupa assiduamente di investimenti alternativi e siamo convinti che sia fondamentale dare il proprio contributo per rendere questo passaggio il più semplice e diretto possibile. Il presente rapporto indaga le modalità con cui gestori e fiduciari di fondi pensione stanno raccogliendo le sfide poste da un investimento in prodotti alternativi e fornisce altresì una panoramica degli asset disponibili, analizzandone vantaggi e svantaggi percepiti.

L'investimento in prodotti alternativi da parte dei fondi pensione è salito al 18% a livello globale.

Solo 15 anni fa si attestava al 5%<sup>1</sup>. A lungo termine si prospetta una crescita ulteriore con stime secondo cui entro il 2020 l'adozione di strategie alternative arriverà a rappresentare il 35% del patrimonio gestito nel settore<sup>2</sup>. La separazione tra alfa e beta si accentuerà e in alcune parti del mondo i prodotti alternativi diventeranno la norma tanto che la definizione di "alternativi" non avrà più ragione d'essere.

Quanto prima gli investitori acquisiranno gli strumenti per comprendere meglio questo universo, tanto più avranno la possibilità di trarne vantaggio e dunque soddisfare le necessità di sponsor e aderenti dei loro fondi pensione.

### Profilo sintetico

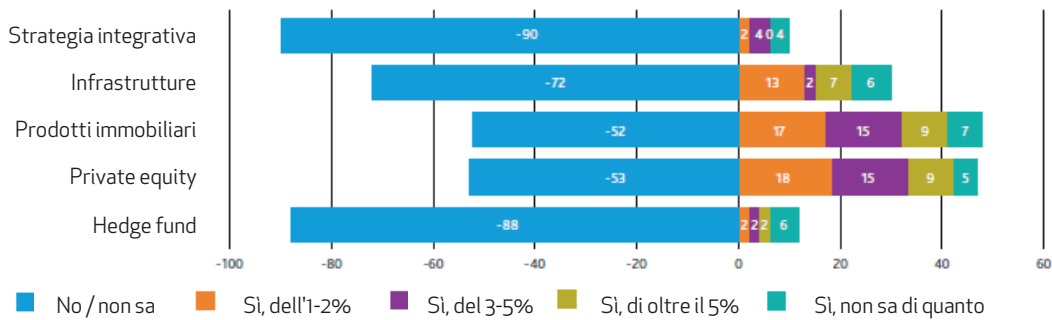
La ricerca è incentrata sulle asset class alternative principali, ossia hedge fund, fondi di private equity, immobiliari e infrastrutturali nonché sull'uso di strategie integrative, pur nella consapevolezza che la definizione di prodotto alternativo si applica a un ventaglio più ampio di asset class e strategie. Di seguito i principali risultati:

- ▶ Tra i piani a prestazioni definite, le allocazioni su prodotti alternativi hanno come obiettivi preminenti la diversificazione e la remunerazione, ossia più specificamente la ricerca di rendimenti non correlati alle azioni e l'ottenimento di premi al rischio alternativi (figura 1).
- ▶ Gli asset alternativi sono percepiti come prodotti che offrono rendimenti analoghi a quelli azionari, ma con una volatilità inferiore.
- ▶ L'82% dei fondi pensione ha già un'esposizione al comparto immobiliare e il restante 18% dovrebbe adeguarsi entro i prossimi due o tre anni; questa asset class ha già offerto buone performance e i gestori di fondi pensione ritengono che continuerà ad attrarre investimenti. (figura 2).
- ▶ L'asset class con il tasso di crescita maggiore è quella infrastrutturale: molti dei fondi pensione intervistati hanno già effettuato

<sup>1</sup> Towers Watson: Global Alternatives Survey 2014

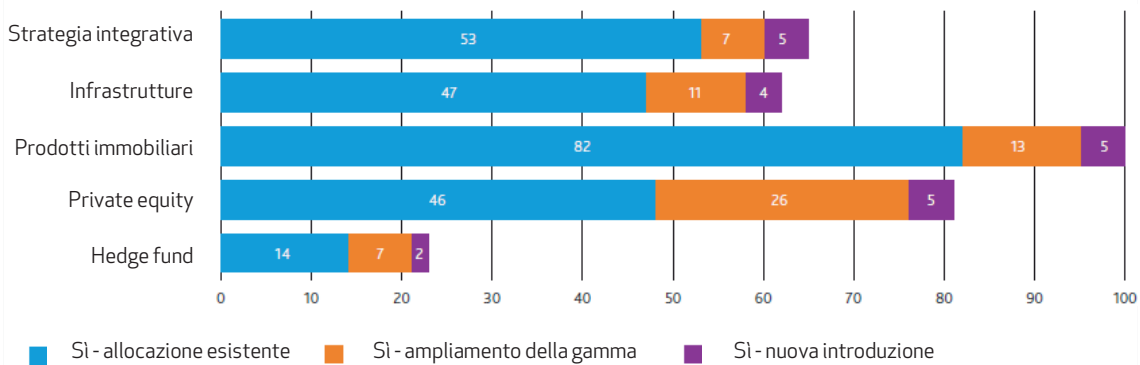
<sup>2</sup> PwC, Asset Management 2020: A Brave New World

**Figura 1: Fondi a prestazioni definite: aumento previsto delle allocazioni su asset alternativi**



Fonte: Ricerca di Aberdeen Asset Management "Gli investimenti alternativi sono adatti a tutti?"

**Figura 2: Fondi a prestazioni definite: allocazioni correnti e previste su asset alternativi**



Fonte: Ricerca di Aberdeen Asset Management "Gli investimenti alternativi sono adatti a tutti?"

allocazioni in questo comparto e un ulteriore 31% dovrebbe fare altrettanto nei prossimi due-tre anni, con un rafforzamento significativo all'interno dei fondi a prestazioni definite.

- ▶ La propensione a investire in hedge fund è variabile; il 53% del campione composto da fondi a prestazioni definite detiene partecipazioni in hedge fund sotto varie forme, tuttavia non è chiaro con quali modalità altri piani pensionistici intendano adottare strategie incentrate sugli hedge fund nel prossimo futuro. Solo il 12% ha indicato una propensione a investire nell'arco di tempo considerato.
- ▶ I prodotti private equity sono presenti nel 47% dei fondi a prestazioni definite intervistati, ma il tasso di penetrazione non sembra destinato ad aumentare in misura significativa nei prossimi anni: solo il 15% ha manifestato l'intenzione di investire nel settore.

- ▶ Il mix di asset varia in funzione della scadenza del fondo pensione; quelli che si stanno evolvendo verso una capitalizzazione piena riducendo il livello di rischio hanno ancora un margine per investire in prodotti alternativi, anche se all'estremità più liquida della gamma, considerata a più basso rischio.
- ▶ La maggior parte dei fondi di garanzia a contribuzione definita hanno attualmente posizioni aperte nel mercato immobiliare (55%), mentre hedge fund e private equity per il momento hanno una penetrazione più scarsa (20% e 15% rispettivamente). I fondi a contribuzione definita si dichiarano poco propensi ad aumentare l'esposizione nel prossimo futuro.
- ▶ Come nel caso delle controparti a prestazioni definite, anche tra i fondi di garanzia a contribuzione definita gli investimenti infrastrutturali sono il settore in maggiore crescita. Per quanto solo il 15% del campione detenga attualmente una posizione sulle infrastrutture, si prevede che la percentuale

potrebbe raddoppiare nei prossimi due-tre anni raggiungendo anche il 40%.

- ▶ Il 24% dei fondi a contribuzione definita propone comparti incentrati sugli asset alternativi ai propri aderenti e un ulteriore 33% ha manifestato l'intenzione di fare altrettanto in futuro.
- ▶ I costi, la complessità e la trasparenza sono gli ostacoli principali all'investimento in prodotti alternativi sia per i fondi a contribuzione definita che per quelli a prestazioni definite. Tuttavia, gestori e fiduciari dei fondi pensione esprimono il forte desiderio di avere maggiore assistenza e informazioni allo scopo di semplificare, chiarire e illustrare le opzioni disponibili.
- ▶ Il 74% dei fondi a prestazioni definite intervistati hanno dichiarato che i loro consulenti di investimento sono parte integrante delle strategie alternative adottate.
- ▶ Il termine "alternativo" è diventato troppo generico: include hedge fund, private equity e infrastrutture, ma anche molto altro (smart beta, credito alternativo, debito privato, azioni non quotate, riassicurazioni, materie prime/asset di pronto smobilizzo). Gli investimenti immobiliari sono considerati i più tradizionali.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Abbiamo intervistato anche gestori patrimoniali e consulenti finanziari per comprendere quale ruolo attribuiscono ai prodotti alternativi e qual è il livello di propensione per questo tipo di strategie fra i loro clienti. Le opinioni di gestori patrimoniali, consulenti finanziari e gestori di investimenti assicurativi sono illustrate in relazioni separate.

#### Metodo di ricerca

*Il presente rapporto è basato su una ricerca cui hanno partecipato oltre 100 professionisti degli investimenti di alto livello e che ha previsto un questionario online sottoposto ai partecipanti tra il 18 agosto e il 20 ottobre 2014 nonché 16 interviste approfondite condotte dai dirigenti di Gabriel Research & Management Ltd. Per ragioni di riservatezza, gli autori di alcuni commenti non sono stati resi noti.*

#### Conclusione: i prodotti alternativi interessano. Ma interessano di più i risultati

Gli investimenti alternativi sono adatti a tutti? Qualsiasi investitore che voglia costruire un portafoglio ben diversificato non può fare a meno di valutare asset class con caratteristiche diverse da quelle più tradizionali e con una correlazione più bassa. Anche un numero crescente di coloro che puntano a generare flussi di cassa per migliorare il matching tra attività e passività manifesta interesse per i prodotti alternativi. Dato il persistere dei rendimenti su livelli minimi, gli investitori non hanno altra scelta che ampliare il proprio orizzonte se desiderano ottenere una remunerazione più alta e nel contempo gestire il rischio. La nostra ricerca dimostra che la maggior parte dei gestori e fiduciari di fondi pensione nel settore corporate e no profit hanno scelto esattamente questa strada, ma vorrebbero ricevere molte più informazioni, opportunità formative e supporto pratico per meglio comprendere e sfruttare il complesso mercato degli investimenti alternativi. Sono particolarmente ricettivi alle nuove idee poiché il loro interesse primario è conseguire buoni risultati. La diffusione dei prodotti alternativi a partire dalla crisi finanziaria del 2008 segna solo l'inizio di un cambiamento di lungo termine nel comportamento degli investitori. Più verranno utilizzati, più questi asset perderanno la connotazione di alternativi per assumere caratteristiche da investimento tradizionale. La nostra ricerca dimostra che, qualunque siano gli strumenti e le tecniche adottati, la realizzazione degli obiettivi di investimento è e resta la priorità assoluta per tutti.