I DOSSIER DI

FocusRisparmio



ALTERNATIVI MA IRRINUNCIABILI

I dati Preqin aggiornati al primo semestre 2024, le interviste agli esperti delle case di gestione e le strategie distributive di una asset class in rampa di lancio (anche in Italia)



MERCATI PRIVATI ALL'ALBA DI UNA NUOVA ERA

Il segmento prepara il ritorno in grande stile nei portafogli degli investitori. Anche quelli retail. Ma a guidare il trend non sarà solo la normativa. Con i margini dell'industria in calo, la virata su private equity & co. si imporrà soprattutto per ragioni di redditività. E già i gestori cercano accordi con gli specialisti

Un mercato reduce da sentieri accidentati ma che ora si prepara a intraprendere un nuovo percorso di crescita. Ecco la fotografia dei private asset a due anni dal picco toccato nel 2021, prima che le tensioni geopolitiche e la crisi economica globale penalizzassero fortemente gli investimenti nella categoria. A scattarla è Preqin, società di raccolta e analisi dati in ambito finanziario, le cui ultime tavole confermano come il terreno sia maturo per vedere l'asset class raggiungere i 17.700 miliardi di dollari già alla fine di quest'anno e i 24.500 miliardi entro il 2028. Ma a guidare il fenomeno, secondo gli addetti ai lavori, non sarà solo la regolamentazione. Con l'industria dell'asset management attesa al consolidamento e interessata da una contrazione dei margini, un fattore si imporrà su tutti nel guidare la virata verso private equity & co: il maggior margine offerto alle case di gestione. Ed ecco che sempre più operatori si guardano intorno alla ricerca di partnership con i leader di settore. Soprattutto in Italia.

MERCATO RESILIENTE

Fino al 2021, quando si sono attestati a 11.798 miliardi di dollari e hanno chiuso un quinquennio all'insegna di un tasso di crescita annua del 10%, gli asset alternativi sono stati fra i più apprezzati dagli investitori. E a dispetto di un quadro macro sfavorevole, con l'aumento dei costi di finanziamento e un conseguente calo sia delle operazioni che dei volumi, hanno visto il loro valore salire anche nel biennio successivo: +39,3% la variazione totale di periodo registrata da Preqin a livello globale, per un patrimonio di 15.341 miliardi a settembre 2023 (ultimo dato disponibile) ma che dovrebbe raggiungere i 16.300 miliardi nei 12 mesi. Una dinamica molto simile a quella rilevata in Europa, dove il bilancio è di 3.200 miliardi nel terzo trimestre 2022, pur a fronte di una raccolta stazionaria a livello tendenziale. Nel complesso, si tratta dunque di cifre che dimostrano come i mercati privati si confermino in salute anche al netto dei tanti shock che hanno interessato l'ultima stagione finanziaria: tra dicembre 2019 e dicembre 2021, in piena crisi pandemica, le masse sono salite del 54,7% a 11.798 miliardi. Invece, il primo semestre 2024 (stime all'11 giugno) dovrebbe passare in archivio con una raccolta di 514 miliardi, in perfetta traiettoria per raggiungere i 1.348 registrati l'anno precedente. Ecco, quindi, che trova fondamento la view secondo cui il segmento potrebbe superare i 17.700 miliardi già alla fine di quest'anno e arrivare addirittura a quota 24.500 miliardi entro il 2028 (rispetto ai 16.300 miliardi stimati alla fine del 2023). A maggiore ragione se si considera l'ultimo sondaggio realizzato da McKinsey, al quale oltre il 50% degli operatori intervistati ha risposto di voler aumentare la propria esposizione al segmento nel breve-medio termine.

UNA QUESTIONE DI MARGINI

Viene però da chiedersi cosa potrà

rendere così attraente questo mercato, intrinsecamente più complesso e con un maggior tasso di rischio rispetto a quelli pubblici, soprattutto in un periodo già reso carico di incertezze dalle tensioni geopolitiche e dal percorso non lineare delle banche centrali. Secondo Cristina Catania, che ha studiato a lungo l'universo dei mercati privati dalla sua posizione di senior partner della società di consulenza, il tema ha natura prettamente industriale: "I private asset rappresentano meno del 15% delle masse gestite in Europa ma generano circa il 40% dei ricavi netti degli asset manager", osserva l'esperta. Dunque, non si tratterebbe tanto di potenzialità future o dinamiche di crescita, quanto di semplice profittabilità. Con utili in calo del 32% dal 2021 e margini di ricavo scesi dai 38 punti base del 2007 ai 31 del 2023, l'asset management appare a Catania come un comparto in contrazione. E per un settore contratto, la possibilità di garantirsi elevati livelli di marginalità non può che risultare appetibile. Da qui la naturale predilezione degli operatori per prodotti, come i fondi di private equity o altre strategie selezionate, in grado di assicurare "commissioni nette che arrivano a superare anche i 150 punti base".

IN GIOCO C'È ANCHE ALTRO

C'è poi un discorso legato agli investimenti sostenibili, che Catania vede oggi davanti a un bivio: se infatti i fondi ESG della regione Emea sono cresciuti solo dell'1% annuo dal 2021, anche a causa dello scarso successo riscosso dalle soluzioni con focus sulle asset class tradizionali, l'attrattività delle strategie tematiche e a impatto non smette di alimentare robusti afflussi di capitali verso quella parte dei mercati privati che contribuisce al net zero. Non solo: anche lo sviluppo digitale è considerato dall'esperta un possibile volano di crescita per il segmento. Soprattutto con riguardo ad innovazioni come l'intelligenza artificiale generativa e la tecnologia a registro distribuito. "La DLT favorisce l'accesso del pubblico retail e permette di creare un mercato secondario per gli asset tokenizzati", spiega la specialista, "mentre l'applicazione della Gen AI aumenta la produttività tramite l'automazione di alcune attività o l'identificazione di nuove opportunità d'investimento". Infine, permane l'idea che gli operatori specializzati in asset class alternative possano giocare un ruolo rilevante nel processo di consolidamento dell'industria: "Basti pensare che, sui 98 deal registrati nel 2023, ben 73 hanno interessato soggetti di questo tipo".

LA SITUAZIONE ITALIANA

Quanto all'Italia, la situazione appare più complessa. Da un lato, Preqin calcola infatti che a settembre 2023 gli AUM in capo ai gestori domestici sono arrivati a 78,7 miliardi di dollari e hanno quindi raddoppiato il loro valore dai 35,9 miliardi di fine 2018. Una dinamica trainata soprattutto delle operazioni buyout (14,9

FOCUS RISPARMIO LAB

PRIVATE ASSET AI RAGGI X

Nel 2023, il settore ha raccolto 1.348 miliardi di dollari e raggiunto un patrimonio globale pari a 15.341 miliardi. Di questi, 3.200 miliardi sono in mano a gestori europei e 78,7 miliardi a case basate in Italia: si tratta di una cifra raddoppiata in appena cinque anni ma che ancora restituisce al nostro Paese una quota di appena lo 0,5%.

AUM dei gestori italiani

Dati al 30/09/2023 in miliardi di dollari

PERIODO	DRY POWDER	VALORE NON REALIZZATO	AUM
2023*	26,8	51,9	78,7
2022	16,1	40,1	56,2
2021	13	36,5	49,4
2020	14,7	28,2	42,9
2019	12,7	25,2	37,9
2018	14	21,9	35,9
2017	10,1	19,8	29,9
2016	9,4	17,3	26,6
2015	5,9	20,7	26,7
2014	7,4	21,3	28,8
2013	9,3	22,2	31,5
2012	9,7	22	31,7
2011	9,7	16,2	25,9
2010	8,9	13	21,9
2009	9,2	10,2	19,5
2008	8,3	8,5	16,8
2007	8,9	8,3	17,2
2006	5,6	5,6	11,2
2005	5	3,4	8,4
2004	4,3	2,6	6,9
2003	2,8	1,9	4,8
2002	2,3	1,1	3,4
2001	2,1	0,9	3
2000	1,5	0,8	2,3

Fonte: Elaborazione FocusRisparmio su dati Preqin

DI > GIULIO ZANGRANDI

FOCUS RISPARMIO LAB

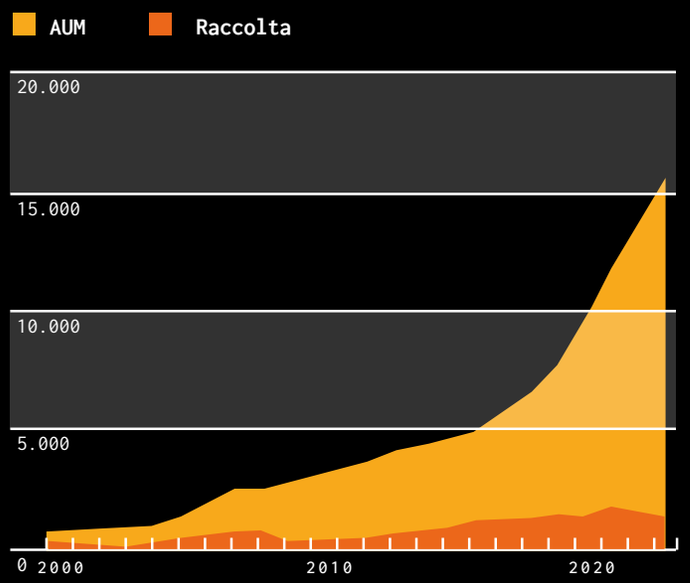
AUM gestori basati in Italia per strategie

Dati a settembre 2023 in miliardi di dollari

TIPO DI FONDO	DRY POWDER	VALORE NON REALIZZATO	AUM
TOTAL	27	51,8	78,8
Buyout	4,3	10,6	14,9
Infrastructure Core Plus	2,9	8	10,8
Infrastructure Debt	3,7	3,4	7,1
Growth	1,7	4,7	6,4
Fund of Funds	2,4	2,8	5,1
Real Estate Value Added	1,5	3,4	4,9
Direct Lending - Senior Debt	0,7	2,1	2,8
Real Estate Core	0,9	1,8	2,6
Venture (General)	0,9	1,2	2,2
Private Debt Fund of Funds	0,8	1,4	2,2
Distressed Debt	0,8	1,3	2,1
Expansion / Late Stage	0,8	1,1	1,9
Real Estate Debt	0,4	1,5	1,8
Direct Lending - Junior / Subordinated Debt	0,2	1,5	1,7
Real Estate Opportunistic	0,2	1,5	1,6
Infrastructure Core	0,4	1,1	1,6
Real Estate Core-Plus	0,7	0,7	1,4
Early Stage: Start-up	0,7	0,6	1,3
Early Stage	0,5	0,5	1
Real Estate Distressed	0,5	0,5	1
Co-Investment	0,4	0,5	0,9
Direct Lending	0,5	0,1	0,6
Mezzanine	0,1	0,3	0,4
Natural Resources	0,1	0,3	0,4
Infrastructure Value Added	0,3	0,1	0,4
Direct Lending - Blended / Opportunistic Debt	0,1	0,2	0,4
Infrastructure Fund of Funds	0,3	0,1	0,3
Real Estate Fund of Funds	0.0	0,1	0,2
Special Situations	0,2	0,1	0,2
Direct Lending - Unitranche Debt	0.0	0,1	0,2
Early Stage: Seed	0.0	0,1	0,1
Balanced	0.0	0.0	0,1
Turnaround	0.0	0.0	0,1
Infrastructure Opportunistic	0.0	0,1	0,1
Co-Investment Multi-Manager	0.0	0.0	0

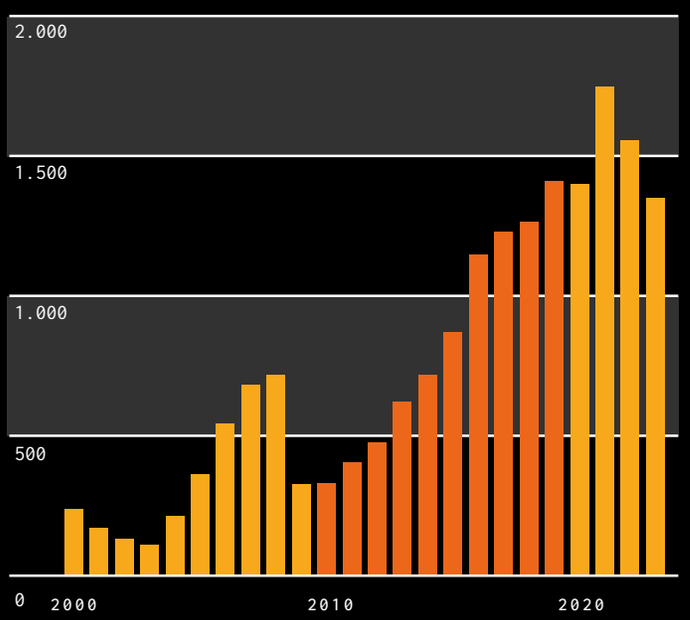
Mercati privati a livello globale

Dati in miliardi di dollari



Raccolta mercati privati a livello globale

Dati in miliardi di dollari



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio su dati Preqin

DI > GIULIO ZANGRANDI



CRISTINA CATANIA >
McKinsey & Company



LUCA ANZOLA >
Fideuram AM SGR

miliardi) e dagli investimenti infrastrutturali (10,8 miliardi). Dall'altro, la fotografia scattata da McKinsey mostra un'incidenza degli asset alternativi inferiore della metà rispetto a quella registrata in Europa: il 7% di tutte le masse gestite anziché il 15%. Questo gap crea uno spazio di crescita per il comparto, che sarà spinto dalle stesse dinamiche di marginalità viste in Europa, ma potrà anche beneficiare di specifici trend economico-finanziari. Secondo Catania, un primo importante supporto arriverà ad esempio dalla regolamentazione: "La possibilità di effettuare investimenti minimi più contenuti sta già aiutando i prodotti della categoria a entrare sempre di più nei portafogli, non solo private ma anche affluent", spiega l'esperta. Che aggiunge: "Con circa il 40% del totale servito, proprio il segmento retail rappresenta un canale distributivo importante in Italia e dovrebbe crescere ancora grazie all'apporto dei private banker o delle reti". Una prospettiva condivisa da Luca Anzola, responsabile Multimanager e Alternative Investments di Fideuram Asset Management SGR: "I dati confermano un forte interesse della clientela d'alta fascia e dei family office. Tutte realtà in passato marginali, ma che ora stanno acquisendo la stessa importanza di fondi pensione, endowments e fondazioni". E la ragione, secondo lui, sta proprio nel basso tasso di penetrazione rispetto ad altri Paesi: una circostanza che, paradossalmente, rende tali soluzioni d'investimento "appetibili" a un ampio bacino di potenziali fruitori. "Da quando abbiamo sviluppato la nostra piattaforma dedicata", conferma infatti a proposito di Fideuram Alternative Investments, "la nostra offerta è aumentata molto sia in termini di masse che di numero di prodotti. E ora contiamo di offrire al pubblico un accesso esclusivo all'asset class, così da farne parte integrante delle allocazioni su un orizzonte di medio periodo".

CORSA ALLE PARTNERSHIP

Quello di Fideuram è un metodo per affrontare la questione che si basa soprattutto sullo sviluppo dei prodotti. Ma un altro fenomeno legato agli alternativi sembra caratterizzare il panorama del risparmio gestito italiano: la corsa degli operatori tradizionali a stipulare accordi con gli specialisti del segmento. È in quest'ottica che si possono inquadrare le tante operazioni registrate negli ultimi mesi, dall'alleanza tra Unicredit e Blackstone per un prodotto di credito europeo, al deal tra Schroders e Sella nell'ottica di distribuire gli Eltif della casa inglese. Un trend che, secondo Anzola, risponde alla necessità di sviluppare rapporti solidi e a lungo termine con gli operatori leader di questo segmento: "Reputo sia assolutamente importante estendere, tanto in fase di raccolta quanto di successiva gestione, un'adeguata attività di formazione promozione e aggiornamento periodico con la clientela, così come il regolare coinvolgimento dei team delle società di gestione.

+ STUDY

Si moltiplicano le opportunità anche per i clienti professionali

C'è chi interpreta il fenomeno delle partnership sui private markets non tanto come tentativo di democratizzare il comparto, quanto come quello di valorizzare l'offerta di quest'asset class in favore di una clientela d'alto profilo, che sia in grado di coglierne a pieno le potenzialità: si tratta di Mediobanca, fresca d'intesa con KKR per garantire ai suoi clienti più facoltosi l'accesso ad alcune partecipazioni del maxi-gestore americano di asset illiquidi. Theo Delia-Russell, che ha seguito il dossier in qualità di deputy head di Mediobanca Private Banking, spiega come l'operazione rifletta anzitutto logiche di mercato: poiché l'incidenza del segmento sul patrimonio totale italiano è destinata a crescere rapidamente in futuro, il top manager crede infatti che poter contare su adeguate e distintive competenze sia "determinante" per una private investment bank come Piazzetta Cuccia. Ecco perché le prossime mosse della società non si discosteranno troppo da questo solco: "I mercati privati giocano un ruolo chiave nella nostra offerta e crediamo che forniscano opportunità di ottimizzazione del portafoglio". Il focus della società si concentrerà però soprattutto sulle strutture evergreen, che stanno cambiando l'allocazione tanto per ciò che concerne la percentuale di esposizione alla categoria, quanto per la costruzione olistica del portafoglio integrato della parte quotata. "Grazie alle proprie caratteristiche di sottoscrizioni mensili con possibilità di liquidazione su base trimestrale", spiega infatti Delia-Russel, "esse consentono marginalmente sia una costruzione strategica che tattica". L'importante, dal suo punto di vista, è saper costruire "un'esposizione continuativa" attraverso differenti cicli economici, ma anche stabilire "un programma ben delineato e diversificato per vintages". "Il modello tradizionale che abbiamo visto negli USA", conclude, "è quello che continua a guidarci".

DI > GABRIELE PETRUCCIANI



LUIGI DE BELLIS >
Equita



RICCARDO MORASSUT >
Assogestioni

IL FUTURO DEI PIR È SEMPRE PIÙ ALTERNATIVO. PATRIMONIO VERSO I 10 MILIARDI DI EURO

Le recenti modifiche normative non sono bastate a rivitalizzare i "Piani" ordinari.
Gli strumenti di seconda generazione, invece, continuano a raccogliere il favore di reti e risparmiatori. Ma occhio alla concorrenza degli ELTIF

Le ultime modifiche regolamentari non sono bastate, almeno per ora, a rivitalizzare il mondo dei PIR, quantomeno quelli ordinari. E il futuro per i piani individuali di risparmio sembra sempre più alternativo. A parlare sono i dati di raccolta che, a fronte di deflussi costanti dagli strumenti ordinari, mostrano una maggiore resilienza per i prodotti di "seconda generazione". Se guardiamo al solo quarto trimestre del 2023, i "Piani" ordinari hanno registrato deflussi netti per circa 600 milioni di euro, mentre in tutto l'anno hanno perso circa 2,75 miliardi. I PIR alternativi, invece, sono riusciti a raccogliere oltre 200 milioni in tutto il 2023. Insomma, il futuro sembra segnato. "Stiamo andando nella direzione voluta dal legislatore, ovvero intercettare le PMI non quotate, con oltre l'80% degli investimenti dei Piani nati nel 2020 che sono confluiti nelle imprese con un fatturato fino a 250 milioni", spiega Riccardo Morassut, senior research analyst di Assogestioni. "Quello degli alternativi", precisa ancora l'esperto, "è ad oggi il mercato più dinamico, anche se rimane molto piccolo, con poco più di 2 miliardi di patrimonio in gestione a fronte dei 17 miliardi dei PIR ordinari. Per fare masse vere bisogna lavorare ancora tanto. Ci vorranno degli anni".

LA DEBACLE DEGLI ORDINARI

I PIR ordinari hanno debuttato in pompa magna nel 2017, con l'obiettivo di convogliare il risparmio degli italiani verso le piccole e medie imprese quotate. E per riuscirci sono stati concessi interessanti sgravi fiscali, con la totale esenzione dalla tassazione sugli eventuali capital gain (a condizione di rimanere investiti per almeno 5 anni): così i PIR hanno subito ottenuto il favore dei risparmiatori. Tuttavia, gli sciagurati interventi legislativi hanno gettato un'ombra su questi strumenti, con il risultato di allontanare le reti distributive e gli investitori. Fra il 2022 e il 2023, i PIR ordinari hanno registrato deflussi per oltre 3,5 miliardi. Un risultato a cui ha contribuito anche la scadenza dei cinque anni per poter riscattare l'investimento e godere dei benefici fiscali. E a nulla sono servite alcune modifiche regolamentari per cercare di rianimare il mercato, come l'innalzamento della soglia massima d'investimento da 30.000 a 40.000 euro l'anno (fino a un massimo di 200mila euro), introdotta con la legge di bilancio 2022. Lo scorso gennaio, invece, è stata eliminata l'univocità dei PIR, dando quindi la possibilità agli investitori di sottoscrivere più "Piani" presso lo stesso intermediario. E sembra che si stia ragionando su un possibile ulteriore innalzamento della soglia massima d'investimento. Tutti interventi mirati a sostenere uno strumento che, fino a oggi, "ha dimostrato di aver fatto bene il proprio lavoro sull'ex AIM (oggi Euronext Growth Milan, ndr)", puntualizza Morassut. Che conclude: "Nel 2017, anno del debutto dei primi PIR ordinari, le quotate sull'AIM erano 95, oggi invece sono 204. I PIR hanno reso il mercato più liquido favorendo le nuove quotazioni".

LA SECONDA GENERAZIONE

Dati i presupposti, quindi, il futuro dei PIR sembrerebbe appannaggio dei piani di "seconda generazione", con il patrimonio in gestione che nei prossimi 5 anni "potrebbe avvicinarsi ai 10 miliardi", stima Luigi De Bellis, co-head Ufficio Studi di Equita. "Crediamo che gli afflussi potrebbero essere positivamente incrementati anche da interventi normativi, fra cui l'aumento dell'allocazione a segmenti più liquidi, come le società a media capitalizzazione, l'accesso allo strumento anche alle persone giuridiche e la promozione di fondi per investimenti nell'economia reale". "Inoltre", precisa lo specialista, "riteniamo che la definizione di PIR alternativi sia eccessivamente restrittiva.

DI > GABRIELE PETRUCCIANI

La quota allocata in titoli quotati nei fondi alternativi è inferiore a 100 milioni di euro. A nostro avviso, c'è bisogno d'incrementare l'allocazione potenziale sulle mid-cap quotate. La proposta di modifica sui PIR alternativi, suggerita dal recente Manifesto per lo sviluppo dei mercati dei capitali in Italia (promosso da Equita, Assonime, Università Bocconi e Borsa Italiana, ndr), mira proprio ad aumentare l'allocazione potenziale verso aziende di media capitalizzazione presenti in Borsa, al fine di migliorare la liquidità dei fondi interamente investiti in titoli quotati e di ampliare il pool di potenziali investitori anche a persone giuridiche, introducendo misure fiscali simili a quelle attualmente riservate per gli investimenti in PMI innovative". Infine, De Bellis ritiene che "un ulteriore catalyst potrebbe essere rappresentato dal fondo per le PMI a capitale misto pubblico-privato, entrato nel DL Coesione".

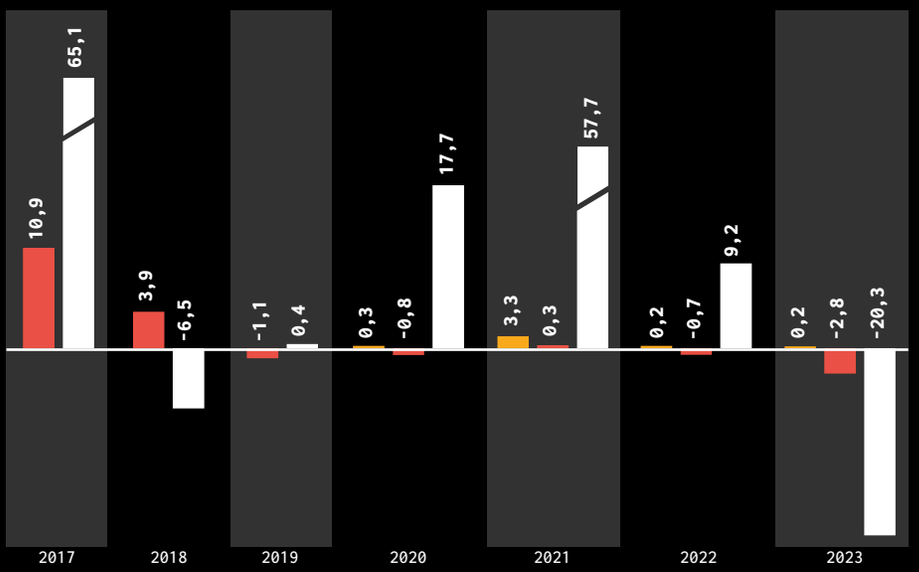
LA CONCORRENZA DEGLI ELTIF

Nonostante un quadro più costruttivo, i PIR alternativi dovranno scontrarsi nei prossimi anni con la concorrenza degli Eltif (European long-term investment fund), che dopo il recente cambiamento della legislazione europea sono diventati più competitivi. In particolare, "la soglia minima richiesta per essere investita in asset ammissibili è stata ridotta dal 70% al 55%, aumentando l'universo di investimento di questi fondi", argomenta De Bellis. Che puntualizza: "Per quanto riguarda le società quotate, invece, la soglia massima di eleggibilità della capitalizzazione di mercato è stata aumentata a 1,5 miliardi da 500 milioni, con un impatto positivo sulla liquidità dello strumento. E poi, alcune limitazioni sull'accesso alla sottoscrizione da parte degli investitori al dettaglio sono state rimosse, come l'entry ticket minimo di 10.000 euro". "Grazie al miglioramento delle normative europee", conclude l'esperto di Equita, "gli Eltif oggi sono regolamentati in modo più attraente. Le normative italiane dovrebbero seguire lo stesso esempio".

FOCUS RISPARMIO LAB

RACCOLTA NETTA

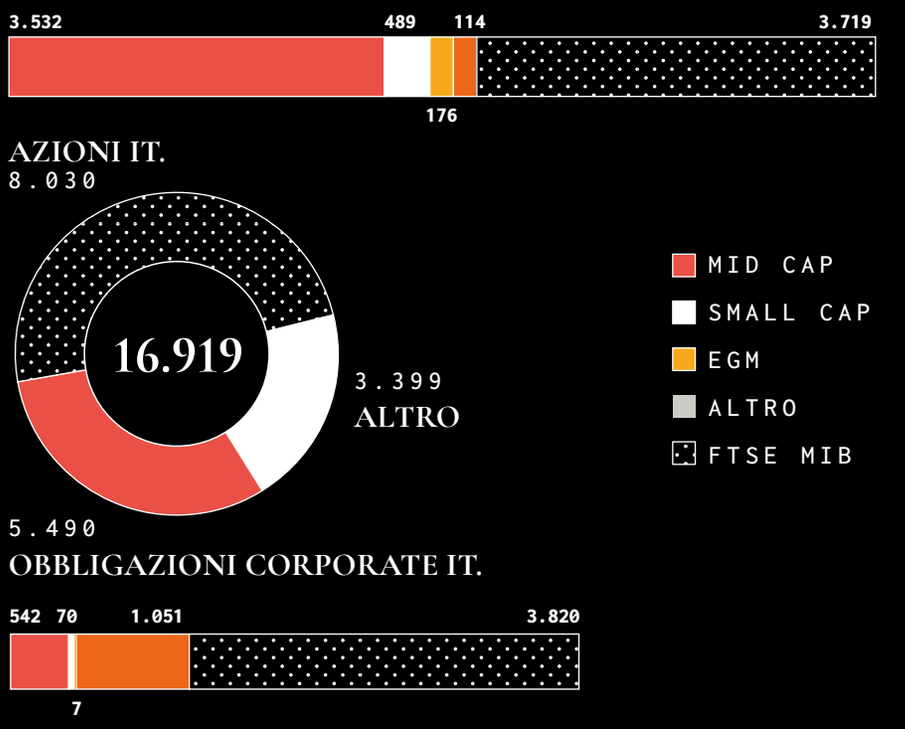
Flussi netti dei PIR ordinari, alternativi e dei non PIR
(dati in miliardi di euro)



Fonte: elaborazione FocusRisparmio su dati Assogestioni

PORTAFOGLIO

Distribuzione degli AUM tra segmenti di mercato (dati in milioni di euro)



Fonte: elaborazione FocusRisparmio su dati Assogestioni, Morningstar e FTSE Russell

LEGAL

A CURA DI
FABIO MARIANI,
Senior regulatory advisor Assogestioni

ELTIF VERSO MAGGIORI POSSIBILITÀ DI DIVERSIFICAZIONE E PERSONALIZZAZIONE

Proseguono le attività delle istituzioni UE per il completamento del nuovo quadro normativo introdotto dal Regolamento 2023/606 e che necessita ora dell'adozione delle norme tecniche di regolamentazione. Quali sono le nuove caratteristiche del prodotto e le possibili prospettive?

I Fondi di investimento europei a lungo termine (European Long Term Investment Fund - ELTIF), introdotti nel 2015 come strumento finalizzato a incanalare i capitali degli investitori, anche retail, verso investimenti di lunga durata, sono stati oggetto di un'articolata riforma ad opera del Regolamento (UE) 2023/606, con l'obiettivo di far fronte alle debolezze strutturali che hanno limitato lo sviluppo di tale prodotto. Successivamente all'introduzione degli ELTIF, l'osservazione del mercato aveva infatti evidenziato uno scarso numero di fondi istituiti, l'entità esigua delle risorse gestite e il numero limitato di Paesi UE in cui gli ELTIF erano domiciliatiPer far fronte a tali criticità, il "Regolamento ELTIF" (Regolamento (UE) 2015/760) è stato modificato dal Regolamento (UE) 2023/606 sotto molteplici profili.

INNOVAZIONE PRODOTTO

Molti dei cambiamenti apportati sono volti ad alleggerire vincoli e limitazioni nell'attività di investimento che potevano ostacolare l'attrattività degli ELTIF per i gestori. In tale prospettiva si inquadra l'abbassamento del limite minimo di investimento in attività illiquide dal 75% al 55% del capitale e la conseguente facoltà di investire il capitale degli ELTIF in attività liquide fino a un massimo del 45%, l'innalzamento di diversi limiti di concentrazione, l'ampliamento delle tipologie di asset in cui gli ELTIF possono essere investiti e la possibilità per gli ELTIF di investire, come "imprese di portafoglio ammissibili", in imprese quotate con capitalizzazione fino a un massimo di 1,5 miliardi di euro. Sono state altresì incrementate le possibilità di strutturare gli ELTIF come "fondi di fondi" sia contemplando espressamente l'investimento del patrimonio degli ELTIF in quote o azioni di OICVM e FIA UE le cui politiche di investimento siano compatibili con quelle degli ELTIF, sia aumentando dal 10% al 20% del capitale il limite di concentrazione per l'investimento dell'ELTIF in quote di un singolo organismo di investimento collettivo.

Sotto il profilo del funzionamento degli ELTIF, significative novità hanno riguardato l'exit degli investitori, sia articolando ulteriormente le regole in materia di rimborsi anticipati sia introducendo una nuova modalità di dismissione dell'investimento in ELTIF sul mercato secondario, rappresentata dai cosiddetti meccanismi di matching. Relativamente ai rimborsi, il Regolamento (UE) 606/2023 ha

introdotto una disciplina maggiormente articolata che dovrebbe ora consentire ai gestori di strutturare politiche di rimborso adattate alle caratteristiche di ciascun ELTIF gestito, mediante un adeguato bilanciamento di tutti i fattori interessati, tra cui la porzione di patrimonio investita in asset liquidi, il periodo minimo di detenzione, il periodo di preavviso, la frequenza dei rimborsi. I meccanismi di matching sono invece uno strumento di nuova introduzione, finalizzato a offrire agli investitori in ELTIF ulteriori prospettive di liquidabilità del loro investimento sul mercato secondario mediante l'abbinamento tra le posizioni di investitori che hanno manifestato l'intenzione di dismettere il loro investimento e i soggetti che hanno interesse a investire. Avvenendo sul mercato secondario, l'exit realizzata mediante i meccanismi di matching non comporterebbe prelievi dal capitale dell'ELTIF.

Altri interventi di riforma sono finalizzati a facilitare la sottoscrizione di ELTIF da parte di investitori retail, in particolare rimuovendo i preesistenti vincoli di natura quantitativa sia in termini di ticket minimo di ingresso sia in termini di esposizione complessiva del portafoglio del cliente. Tali vincoli sono stati sostituiti dalla previsione di regole di condotta, tra cui l'obbligo di effettuare la valutazione di adeguatezza del cliente retail.

I PROSSIMI PASSI

Il nuovo quadro normativo necessita tuttora di completamento mediante l'adozione delle norme tecniche di regolamentazione (regulatory technical standards - RTS) da parte della Commissione UE, sulla base di progetti di norme elaborati da ESMA. Il processo di approvazione degli RTS, avviato a maggio 2023 con l'inizio della fase di consultazione e non ancora concluso, è stato caratterizzato dalla pubblicazione di diverse versioni "intermedie" e non definitive, sia da parte di ESMA sia da parte della Commissione, alla quale spetta il compito di adottare il testo finale degli RTS.

La posizione delle due istituzioni è apparsa non del tutto allineata, con ESMA che ha adottato un approccio maggiormente stringente e contraddistinto da norme prescrittive e la Commissione che ha invece assunto posizioni di maggiore flessibilità, probabilmente motivata dall'intento politico di dare agli ELTIF lo slancio che sino ad oggi è mancato.

L'ultimo testo degli RTS elaborato dal gruppo EGESC della Commissione UE il 29 maggio 2024 si caratterizza per un approccio flessibile sui temi connessi alle politiche di rimborso. In particolare, verrebbe attribuita ai gestori maggiore libertà nel definire la percentuale massima di asset liquidi che possono essere destinati ai rimborsi. Non sarebbe inoltre obbligatoria l'adozione di strumenti di gestione della liquidità (LMT) di natura antidiluitiva, ferma restando la necessità di spiegare all'Autorità l'eventuale adozione di LMT aventi esclusivamente natura non antidiluitiva. Regole di principio e non prescrittive sono dettate anche con riferimento al periodo di preavviso per i rimborsi, al periodo minimo di detenzione, alla frequenza dei rimborsi.

Si tratta tuttavia di un testo che, per essere considerato come "definitivo", necessita ancora di numerosi passaggi. L'iter di approvazione dovrebbe concludersi nel mese di ottobre 2024 e comprenderebbe anche un periodo di tre mesi durante il quale l'atto sarebbe sottoposto allo scrutinio del Parlamento e del Consiglio UE.

NUOVE PROSPETTIVE

Dall'osservazione complessiva delle nuove regole, gli ELTIF potrebbero emergere come un prodotto eterogeneo e flessibile, sia sotto il profilo delle categorie di asset investibili sia sotto il profilo delle regole di funzionamento, con particolare riferimento alle prospettive di liquidabilità dell'investimento. Tale flessibilità potrebbe consentire di istituire ELTIF le cui caratteristiche sono "calibrate" in relazione al target di clientela individuato. A titolo esemplificativo, un ELTIF prevalentemente destinato a investitori retail potrebbe essere investito in misura significativa in asset liquidi e potrebbe offrire maggiori possibilità di rimborso anticipato. Viceversa, un ELTIF indirizzato a clientela istituzionale potrebbe implementare strategie d'investimento rivolte ad asset illiquidi e ridurre le facoltà di rimborso durante il ciclo di vita del fondo.

Quanto ai meccanismi di matching, le loro prospettive di utilizzo e la reale efficacia dovranno essere valutate alla luce dell'esperienza pratica. Si tratta in ogni caso di uno strumento innovativo potenzialmente in grado di attribuire all'investimento in ELTIF caratteristiche di maggiore liquidabilità sul mercato secondario e che, attualmente, non trova termini di paragone in altre categorie di OICR.

L'entrata in vigore delle norme di primo livello, avvenuta in data 10 gennaio 2024, unita alla perdurante assenza degli RTS, rendono tuttavia incerti gli effetti e la portata di alcune delle innovazioni introdotte dal nuovo quadro normativo riguardante gli ELTIF, con conseguenti difficoltà applicative per gli operatori. È auspicabile che, una volta concluso l'iter di approvazione degli RTS, le prospettive derivanti dalle innovazioni normative apportate agli ELTIF possano trovare massima realizzazione sul mercato.

PRIVATE EQUITY, IL MID MARKET SEGMENTO PREFERITO DAGLI OPERATORI

Nell'ambito del private debt, la ripresa del credito bancario degli ultimi mesi e le aspettattive di riduzione dei tassi d'interesse hanno rilanciato anche il mercato delle operazioni di grandi dimensioni. A dirlo sono gli ultimi dati Aifi

Dopo anni di crescita, trainati soprattutto dalla volontà di diversificare il portafoglio con asset class differenti rispetto a quelli tradizionali, il percorso si è fatto più accidentato per i private markets. Tuttavia, arrivano indicazioni positive per i prossimi mesi. A dirlo sono i più recenti dati Aifi (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt), secondo cui l'ammontare investito lo scorso anno dai fondi è stato pari a 8,2 miliardi di euro, in calo del 66% rispetto ai 23,7 miliardi del 2022. "Pesa il calo del numero di operazioni di dimensioni particolarmente elevate, che avevano fortemente caratterizzato il biennio precedente, soprattutto con riferimento al comparto delle infrastrutture", spiega Alessia Muzio, responsabile Ufficio Studi di Aifi. "Nel 2022, infatti, erano state realizzate ventiquattro operazioni con equity versato superiore ai 150 milioni di euro contro le dieci dell'ultimo anno". Invece, evidenzia l'esperta, le operazioni caratterizzate da un ammontare inferiore ai 150 milioni hanno attratto 5,2 miliardi di euro (il secondo valore più alto di sempre). Segnali positivi arrivano dal nuovo anno che si è aperto con un primo trimestre di grande intensità, sottolinea Muzio, visto il numero significativo di operazioni e il ritorno di alcuni investimenti di grandi dimensioni. Eppure, viene precisato, il segmento del mid market continua a rappresentare il focus preferito dagli operatori. "Con riferimento alla tipologia di operazioni, quelle di buy out attraggono tipicamente la maggior parte dell'ammontare investito, anche se negli ultimi anni si è osservata una crescita delle risorse dedicate al comparto delle infrastrutture", sottolinea la responsabile di Aifi. "Va sottolineata poi la crescita che sta caratterizzando il comparto del venture capital, grazie anche all'attenzione dedicata dalle istituzioni". Così come, aggiunge Muzio, si osserva un ruolo sempre più importante giocato dagli operatori internazionali, che realizzano nel nostro Paese molti investimenti di dimensioni particolarmente rilevanti, sia nel settore dei buy out che in quello delle infrastrutture: "Dai dati Aifi emerge che nel periodo 2014- 2023 sono stati quasi duecento i soggetti paneuropei che hanno investito in Italia, per un ammontare di 60 miliardi solo di capitale di rischio, quasi il 70% del totale del mercato italiano".

ALESSIA MUZIO > Aifi



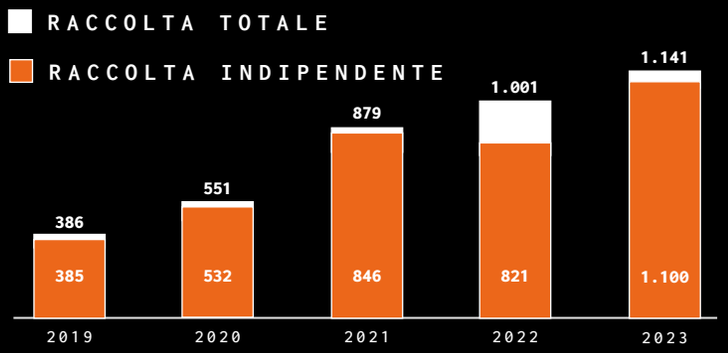
L'ANDAMENTO DEL PRIVATE DEBT

Guardando invece al mercato italiano del private debt nel 2023, quest'ultimo è stato caratterizzato da una crescita del 14% dell'attività di raccolta, che si è attestata per il secondo anno consecutivo sopra il miliardo, raggiungendo il valore più alto mai registrato (1,1 miliardi di euro). "A incidere su questi dati,

FOCUS RISPARMIO LAB

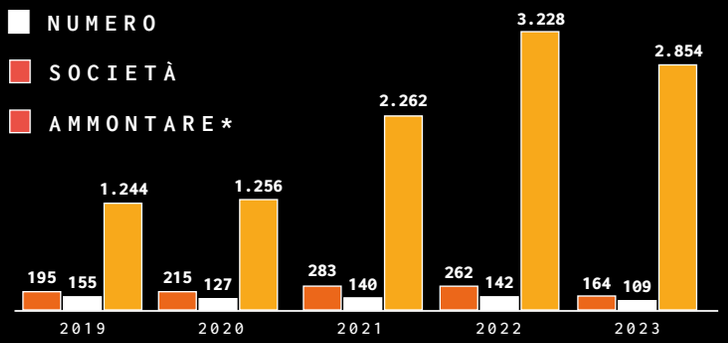
EVOLUZIONE DEI CAPITALI RACCOLTI DAL PRIVATE DEBT

Dati in milioni di euro
Fonte: Aifi



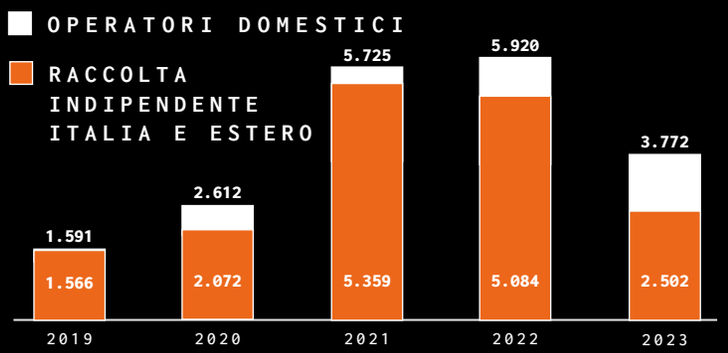
EVOLUZIONE DELL'ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO DEL PRIVATE DEBT

*Dati in milioni di euro
Fonte: Aifi



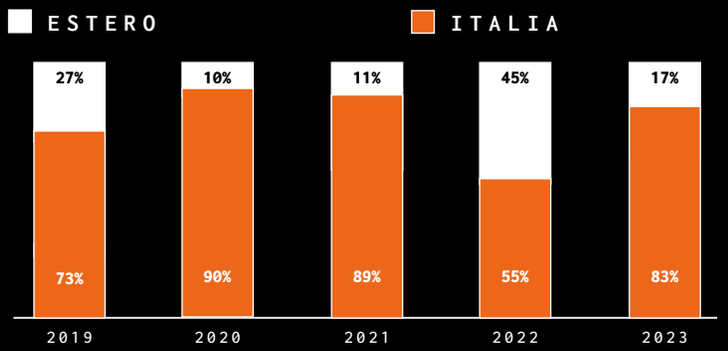
EVOLUZIONE DEI CAPITALI RACCOLTI DAL PRIVATE EQUITY

Dati in milioni di euro
Fonte: Aifi



EVOLUZIONE DELL'ORIGINE GEOGRAFICA DEI CAPITALI RACCOLTI DAL PRIVATE EQUITY

Dati in percentuale
Fonte: Aifi



in un contesto di grande difficoltà, è stato il ruolo dei soggetti istituzionali, fondamentale in un mercato ancora giovane come quello del private debt italiano: il 46% della raccolta di mercato, infatti, è arrivata dal settore pubblico e dai fondi di fondi istituzionali", racconta Muzio. Risulta invece in calo l'attività d'investimento: nel corso del 2023 l'ammontare è stato pari a 2,9 miliardi, in discesa del 12% rispetto all'anno precedente, che aveva fatto registrare cifre record. "Questa contrazione, inferiore rispetto a quella che si è osservata nel mercato del private equity, è principalmente dovuta al minor numero d'investimenti di grandi dimensioni", osserva Muzio. La specialista specifica inoltre che negli ultimi mesi la ripresa del credito bancario, unita alle aspettative di riduzione dei tassi d'interesse, ha rilanciato anche il mercato delle operazioni di grandi dimensioni: "Questo fattore, unito alla sempre maggiore consapevolezza da parte delle imprese dell'importanza che tale segmento può avere per supportare i percorsi di sviluppo, fa in modo che le prospettive nel breve periodo siano positive", spiega Muzio. Che conclude: "Dall'avvio della propria operatività, il mercato del private debt ha saputo occupare un ruolo via via più strategico per le imprese che necessitano di debito per la crescita, ma questi numeri non sono sufficienti in un settore che potrebbe crescere molto. Per farlo occorre un ancor maggiore supporto da parte delle istituzioni, soprattutto nella fase di fundraising".

DI > DAVIDE MOSCA

INFRASTRUTTURE RINNOVABILI PIÙ ACCESSIBILI GRAZIE AI FONDI SEMILIQUIDI

Nei portafogli privati, spazio alle nuove soluzioni evergreen: la view di Jack Wasserman e Duncan Hale, del Private Market Group di Schroders

Secondo l'International Renewable Energy Agency, la quota annuale d'investimento sulle infrastrutture rinnovabili supererà i 2.000 miliardi di dollari entro il 2030. Un fiume di denaro che convoglierà verso la transizione energetica, rappresentando una delle opportunità di allocazione più importanti del panorama dell'asset management. La partecipazione agli investimenti infrastrutturali è stata per molto tempo appannaggio pressoché esclusivo dei grandi investitori istituzionali, ma ora, grazie agli aggiornamenti normativi e all'innovazione prodotto, le cose sono cambiate.

Approfondiscono il tema Jack Wasserman e Duncan Hale, membri del Private Market Group di Schroders, individuando nei fondi semiliquidi la chiave per allargare l'accesso ai mercati privati a una platea sempre più ampia.

INNOVAZIONE AL CENTRO

"Le partecipazioni dirette in infrastrutture legate alla transizione energetica offrono potenzialmente ritorni più elevati, diversificazione del portafoglio e benefici concreti per l'ambiente e la società, oltre che per la sicurezza energetica", specificano gli esperti commentando l'asset class. Parliamo di parchi eolici, centrali solari e impianti idroelettrici, ma anche produzione di idrogeno verde, stoccaggio delle batterie e reti di riscaldamento su larga scala.

"Oggi", proseguono, "sono disponibili nuove tipologie di prodotto per consentire ai privati di accedere a questo tipo d'investimenti, diversificando le fonti di rischio e di rendimento grazie a flussi di cassa elevati, stabili e prevedibili. Dunque, la domanda per queste soluzioni è in ascesa".

Con i fondi semiliquidi si abbassano le barriere d'accesso per gli investitori individuali, offrendo un'alternativa ai tradizionali fondi illiquidi caratterizzati da minimi elevati, richiami di capitale e lunghi periodi di lock-up.

"Nelle strutture semiliquide", entrano nel dettaglio Wasserman e Hale, "gli investitori possono acquistare e vendere a un valore patrimoniale netto (NAV) corrente, con punti di ingresso e di uscita sviluppati per fornire liquidità in modo controllato, in genere con un limite massimo alla quantità di capitale che può essere riscattata in un dato momento". "Un portafoglio ben costruito, diversificato per area geografica, settore e tipo di attività (insieme a una potenziale piccola allocazione in investimenti liquidi, come azioni quotate e cash), può creare un livello di 'liquidità naturale' regolare e costante", completano sul punto.

LE CARATTERISTICHE DEI "SEMPREVERDI"

Il principale vantaggio degli strumenti semiliquidi consiste nella struttura aperta 'evergreen' che consente un investimento continuo nel fondo, permettendo agli investitori di vedere il loro denaro messo al lavoro immediatamente. "Questo metodo consente agli investitori esistenti di beneficiare della crescita potenziale e dei rendimenti derivanti dall'acquisto di nuove attività nel portafoglio, mentre permette ai nuovi investitori di accedere a un portafoglio diversificato fin dal primo giorno del loro investimento", spiegano da Schroders, puntualizzando l'assoluta necessità di una profonda attività di educazione dei risparmiatori.

"In generale", spiegano Wasserman e Hale, "gli investitori che prendono in considerazione un investimento nella transizione energetica devono capire che, per massimizzare i benefici, è fondamentale considerarli come investimenti a lungo termine. Pertanto, le allocazioni dovrebbero essere considerate nel contesto degli obiettivi personali, delle esigenze di liquidità e della tolleranza al rischio". "In ultima analisi", concludono, "gli asset della transizione energetica sono illiquidi e, sebbene la struttura semi-liquida aumenti le opzioni disponibili per gli investitori, ci sono dei limiti che devono essere comunicati e compresi in modo molto preciso".

DI > DAVIDE MOSCA

DEBITO INFRASTRUTTURALE, PUNTI DI FORZA DI UN'ASSET CLASS RESILIENTE

Domanda indipendente dalle fluttuazioni dell'economia, prezzi indicizzati e dinamiche di lungo termine le fonti della forza del segmento secondo Karen Azoulay, alla guida del team di BNP Paribas AM sul comparto

I tassi d'interesse delle principali economie scenderanno ma non torneranno più ai livelli pre-Covid, le incertezze sul futuro della crescita globale non sono dissipate e l'inflazione non è vinta. Intanto, alcuni necessari cambiamenti non sono più rinviabili e attraggono enormi investimenti.

"Le obbligazioni infrastrutturali", spiega Karen Azoulay, head of Infrastructure Debt di BNP Paribas AM, "beneficiano di dinamiche di lungo periodo". "La domanda di servizi infrastrutturali, che comprendono energia elettrica, acqua, telecomunicazioni e trasporti, è relativamente poco flessibile, il che significa che gli aumenti dei prezzi non portano a grandi cali della domanda. Inoltre, i prezzi dei servizi infrastrutturali sono spesso indicizzati. L'investimento in infrastrutture può quindi essere visto come una copertura pratica dall'inflazione e ciò contribuisce alla stabilità del valore del debito", aggiunge, specificando che i fattori supportivi del contesto non finiscono qui.

Si aggiungono, secondo Azoulay, la propensione dei governi all'investimento in infrastrutture verdi, decisive in ottica d'indipendenza energetica, e, dal lato aziendale, le posizioni monopolistiche di molti fornitori di servizi infrastrutturali.

SETTORI CHIAVE

"Un settore chiave è la decarbonizzazione delle infrastrutture per aiutare i governi a raggiungere gli obiettivi di zero emissioni nette", completa l'esperta sul punto. E sottolinea come ciò includa comparti strategici e in crescita come le piattaforme di ricarica delle auto, l'elettrificazione del trasporto ferroviario e la mobilità verde.

"La domanda di energia è inevitabilmente in aumento, in particolare di elettricità verde, e stiamo assistendo a una crescita delle operazioni di finanziamento in settori quali il biogas, l'energia distribuita, l'efficienza energetica e il riciclaggio". Tutte operazioni che richiedono un'ingente disponibilità di capitale per le reti intelligenti e l'aggiornamento delle infrastrutture di trasmissione.

"Stiamo assistendo a una regolare pipeline di opportunità nel settore delle infrastrutture sanitarie", afferma inoltre Azoulay, "stimolata dalla domanda post-pandemia, dalla scarsità di fondi pubblici e dai cambiamenti demografici".

"Oggi più che mai, gli investitori guardano al di là dei rendimenti e all'impatto dei loro investimenti, finanziando progetti a beneficio dell'ambiente o della società. Le infrastrutture, quindi, sono un asset strategico per raggiungere obiettivi di sostenibilità concreti e misurabili", completa sul punto.

OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI

Arriviamo da oltre cinque anni di forti afflussi, con una serie di record per la raccolta di capitali per le infrastrutture. "La misura in cui ciò continuerà dipenderà dai piani di asset allocation degli investitori. Nei periodi di elevata volatilità e incertezza del mercato, gli investimenti si orientano spesso verso asset di alta qualità con un profilo difensivo, da un lato, e verso opportunità ad alto rendimento, dall'altro. Entrambi sono disponibili nei mercati europei del debito infrastrutturale", rileva la head of Infrastructure Debt di BNP Paribas AM.

"La pipeline è stata finora particolarmente ricca di progetti per le energie rinnovabili, ma probabilmente nel prossimo futuro assisteremo a una crescita esponenziale del numero di operazioni riconducibili al settore del digitale e delle telecomunicazioni". Il domani del debito infrastrutturale è, secondo Azoulay, roseo, considerato lo stato di salute del comparto e le conferme sulla dimensione della domanda che provengono da asset allocators "alla ricerca di una classe d'investimento stabile con rendimenti interessanti".





IL PRIVATE DEBT ABBRACCIA L'ESG

Cresce l'attenzione verso la sostenibilità e l'impact investing, complici la pressione regolatoria e una crescente domanda dagli investitori. Lo dimostrano le iniziative volte ad armonizzare i dati di performance sostenibile per le aziende interessate ad avvicinarsi agli asset alternativi

Nonostante una recente flessione della popolarità dei principi ESG, la sostenibilità appare ormai da qualche anno una strada obbligata per tutte le asset class. E non fa eccezione il private debt, storicamente uno dei segmenti meno attratti dal fascino delle politiche green. In occasione dello Europe Summit di Private Debt Investor – tenutosi lo scorso maggio a Londra – gli operatori di mercato partecipanti all'evento hanno segnalato che, complice la spinta regolatoria e la crescente domanda degli investitori, anche per il debito privato è in forte crescita l'integrazione dei principi ESG, assieme all'offerta di prodotti sostenibili e al reporting di sostenibilità. In forte ascesa anche l'attenzione all'impact investing, come ha dichiarato recentemente Vincent Lemaitre, head of ESG per il Private Debt di Tikehau Capital, che ha parlato del crescente riconoscimento del potenziale dei ritorni finanziari che generano ricadute sociali e ambientali positive.

Ma se è vero ciò che alcuni osservatori di mercato temono, ossia un affievolimento momentaneo dello slancio della sostenibilità nella finanza, cosa accade nel private debt su questo fronte? "L'ESG è ancora molto popolare fra gli investitori, ma tra quelli che ora sono più maturi e pienamente convinti di come i criteri ESG possano portare loro dei benefici. Il periodo non è affatto calmo, anzi!", indica Bertrand Rocher, co-head of Fixed Income di Mirova, affiliata di Natixis IM. "Va notato che l'ESG divenne una moda nel 2020. Ma ora è di nuovo tornato ad essere ciò che è sempre stato: una tendenza a lungo termine e inevitabile per i prossimi decenni, data l'impellente



BERTRAND ROCHER >
Mirova

necessità di finanziamento che l'adattamento alle attuali restrizioni ambientali sta generando", precisa il co-head di Mirova. Che prosegue: "Ecco perché anche nei mercati privati, l'ESG non è trascurato: gli investitori in private debt o private equity hanno ancora bisogno di conformarsi alla Sfdr, hanno obiettivi di net zero e vogliono tuttora prendere parte al finanziamento della transizione. Da qui inizia la loro corsa ai prestiti legati agli indicatori di prestazione (KPI) o ai green loan". Per Rocher, questo "sostiene anche le iniziative attuali, come l'ESG IDP (Integrated Disclosure Project) che aiuterà ad armonizzare i dati ESG per alcune aziende che desiderano accedere ai mercati privati".

REGOLAMENTAZIONE E TRASPARENZA

È dello stesso avviso Christian Schütz, managing director e head of Sustainable Investing di Golding Capital Partners, società specializzata in fondi di fondi che interagisce con molti gestori nei private market. "Conduciamo regolarmente analisi ESG dei gestori di fondi, osservando il loro approccio nelle tre aree e monitorando le dinamiche complessive dell'ESG nei mercati privati. In particolare, abbiamo avviato questo processo sei anni fa. Nella nostra ultima revisione ESG abbiamo riscontrato che l'adozione di tali criteri sta progredendo. Viviamo perciò un momento positivo in tutte le classi di attività dei mercati privati, compreso il private credit", afferma Schütz.

Il private debt, aggiunge, "continua a mostrare miglioramenti nel suo approccio e attenzione alla sostenibilità, in particolare nella rendicontazione e nell'inclusione delle considerazioni ESG entro le decisioni d'investimento". L'esperto parla di una crescente attenzione volta al miglioramento della trasparenza ai sensi della Sfdr (con molti fondi di private debt allineati all'articolo 8) e di un'evoluzione da un approccio di finanziamento più passivo a una reale comprensione delle aziende. Secondo l'ultimo Sustainability Report di Golding, in passato i fondi di credito privato spesso sostenevano di non poter esercitare un'influenza significativa sugli aspetti ESG degli emittenti poiché non detenevano partecipazioni azionarie nelle aziende. Fortunatamente, la maggior parte dei fondi ha cambiato posizione in questo senso.

"Quando oggi esaminiamo gli approcci dei gestori di mercati privati all'ESG, vediamo che i partecipanti non stanno solo seguendo le normative, ma si concentrano anche sulla costruzione di aziende migliori. C'è una tendenza crescente verso l'impact investing, identificando aziende in grado di contribuire a soluzioni che possano creare un effetto positivo", aggiunge Schütz.

VANTAGGI E SVANTAGGI DEI GREEN BOND EUROPEI

Nonostante il momento positivo, restano delle sfide nell'integrazione degli ESG nel debito privato, in particolare legate alla mancanza di metriche standardizzate. In questo senso, è lecito chiedersi se il regolamento sullo standard dei green bond europei (EuGB) possa avere un impatto positivo sul mercato del debito sostenibile, in particolare sul private debt. Questo perché lo standard, che prevede una serie di regole da applicare alle emissioni con l'etichetta di "green bond europeo" (in particolare che tutti i proventi siano impiegati in attività allineate alla Tassonomia), può essere applicato anche su base volontaria ad altre tipologie di obbligazioni sostenibili. Sul punto, però, Schütz è scettico: "Non credo che l'adozione dello standard EuGB alla fine dell'anno possa avere un impatto significativo sul credito privato". Questo dipende dal fatto che, contrariamente al mercato delle obbligazioni più liquide a cui lo standard è rivolto, nel private debt i loan sustainability-linked sono prevalenti rispetto ai green loan e hanno inoltre caratteristiche diverse da quelle dei bond. "Il regime di disclosure opzionale dell'EuGB cerca di abbracciare le strutture legate alla sostenibilità, aumentando la trasparenza della materialità dei KPI rilevanti e il livello di ambizione sostenibile. I prestiti legati alla sostenibilità tendono già a essere costruiti su misura e incentivano o penalizzano i mutuatari attraverso variazioni del tasso d'interesse in base al raggiungimento o meno di obiettivi di sostenibilità", commenta Schütz. Che conclude: "Probabilmente, gli operatori di private debt monitoreranno la comparsa di eventuali best practice dal prossimo EuGB. Tuttavia, in ogni caso, non mi aspetto un impatto immediato".

Più ottimista Rocher di Mirova: "Non sappiamo quale impatto potrebbe avere, ma se dovesse verificarsi, sarà certamente positivo. Lo standard, infatti, aprirebbe la porta a una maggiore trasparenza e consentirebbe a diversi fondi di mostrare che sono investiti in debiti di aziende che presentano un alto grado di allineamento alla Tassonomia, anche se non raggiungono la soglia dell'85% necessaria a ottenere lo status di green bond EuGB". "Certamente", aggiunge l'esperto, "è facile per diverse industrie – ad esempio gli operatori ferroviari o le utility – raggiungere o superare l'85% e quindi conformarsi allo standard EuGB. Invece, per altri settori come quello degli OEM automobilistici, con un'impronta industriale molto più complessa e una rete di fornitori globali, sarà più complesso raggiungere tale obiettivo". Infine, Rocher evidenzia che "se quei soggetti fossero in grado di dimostrare un allineamento di almeno il 50%, che venisse percepito come illustrativo di un impegno serio, potrebbero allora essere considerati ottimi candidati per portafogli con obiettivi ESG. Consideriamo quindi che questa disposizione del regolamento EuGB non aumenterà immediatamente le emissioni in sé, ma rafforzerà la possibilità per gli investitori in reddito fisso e debito privato di considerare le politiche ESG nel loro portafoglio di asset, il che è una buona notizia", conclude.



ANTONIO BORGONOVO >
Yeldo



RAPIDITÀ, FLESSIBILITÀ, TRASPARENZA. ECCO COME SI INNOVA IL REAL ESTATE

Intervista ad Antonio Borgonovo, ceo e founder, e a Carlo Prudentino, managing director Distribution di Yeldo, realtà nativa digitale disegnata per portare l'investimento nel mercato immobiliare in una nuova dimensione

Un'asset class dai tempi lunghi, ingessata e per grandi investitori. O forse no. L'investimento nel mercato immobiliare ha dal 2019 un nuovo attore nativo digitale con passaporto svizzero-europeo, ma anima e corpo interamente italiani.
Antonio Borgonovo ha lanciato Yeldo con l'idea di unire real estate, finanza e tecnologia. L'obiettivo è quello di democratizzare e rendere flessibile un settore tradizionalmente ancorato a logiche dimensionali e allocative che faticano a rispondere alle esigenze di velocità e versatilità necessarie per costruire un portafoglio che guardi al futuro.
FocusRisparmio lo ha incontrato insieme a Carlo Prudentino, managing director Distribution di Yeldo, società che quest'anno ha totalizzato transazioni per un valore complessivo di oltre 1 miliardo di euro, 14 exit e un internal return rate che ha contribuito al raggiungimento di un dato triennale che si è attestato al 14,6%.

Com'è nata e come si è sviluppata Yeldo?
Antonio Borgonovo: Una delle idee fondamentali alla base della creazione di Yeldo è quella di portare trasparenza nel mondo degli investimenti immobiliari, da cui discende la scelta di concentrarsi su singoli asset. All'inizio questo veniva realizzato attraverso un modello di comproprietà focalizzato sull'acquisizione di asset a reddito, con l'idea di generare una cedola per gli investitori senza tutte le complicazioni date dalla proprietà dell'immobile. Successivamente è risultato chiaro che il mercato offriva un'opportunità, creata dalla leva decrescente da parte dei lender tradizionali del mercato real estate. A questo punto abbiamo iniziato a fornire finanza alternativa su progetti di sviluppo immobiliare, ragionando prima in ottica club deal e poi coinvolgendo sempre più investitori in fase



CARLO PRUDENTINO >
Yeldo

distributiva, fino ad un'ulteriore svolta nel 2023 con il lancio del fondo Yeldo Real Estate Private Debt I. Un prodotto evergreen con un lock-up period di 24 mesi e, successivamente, delle finestre di redemption semestrali.
Un'ulteriore caratteristica peculiare è rappresentata dalla nostra piattaforma di Crowdfunding. Parlando con diversi sviluppatori ci siamo resi conto che le strutture che utilizzavamo per finanziare i deal avevano bisogno di una size minima di circa 10 milioni di euro per essere efficienti, mentre su ticket più piccoli hanno un impatto importante. Abbiamo quindi ottenuto una licenza di equity crowdfunding creando un'offerta con investimento minimo di 10.000 euro per permettere di fare business su deal più piccoli e aprire le porte a investitori privati con minore disponibilità di patrimonio.

In che cosa siete differenti rispetto ad altri player del mondo immobiliare?
Antonio Borgonovo: La nostra mission è la democratizzazione dell'investimento immobiliare grazie all'unione della profondità di analisi di grandi specialisti dei private markets con un braccio distributivo proprietario che non insiste solo su grandi investitori, ma si sviluppa anche attraverso canali digitali innovativi arrivando così al retail.
Inoltre, investiamo moltissimo nella valutazione dei progetti e nel processo di due diligence. Ci siamo poi dotati di un advisory board di primo livello per avere insight di grande valore tanto sul lato ingegneristico quanto su quello finanziario e distributivo. Per questo motivo, le operazioni che vengono finanziate sono solo una minima parte di quelle prese in esame dati gli altissimi standard richiesti.
La flessibilità della struttura, infine, ci differenzia rispetto ai grandi investitori del real estate, mentre la raccolta di capitale tramite tecnologia ci fornisce un vantaggio competitivo in tutto quello che concerne i piccoli deal.

In che cosa investite e come?
Carlo Prudentino: Oggetto d'investimento sono il residenziale con un forte focus sul segmento prime, l'hospitality, anche qui con un'importante preferenza per il lusso, il co-living e lo student housing, fra le asset class più innovative e ancora interessanti da un punto di vista di generazione di reddito. Infine, la logistica, soprattutto nelle fasi iniziali di riconversione delle aree.
Per scelta ci focalizziamo su ticket medi, tra i 10 e i 30 milioni. Su ticket maggiori il numero di operazioni è molto ridotto, la concorrenza è elevata e la competizione avviene con aste che riducono i margini. Inoltre, in un settore illiquido ma soprattutto molto lento, siamo in grado di generare opportunità d'investimento contraddistinte da tempistiche contenute. La durata media dei nostri deal è, infatti, di 22 mesi e abbiamo esempi di exit che avvengono in 12 mesi. Questo è il nostro modo di mitigare l'illiquidità tipica dell'investimento immobiliare.

Com'è avvenuto e a che punto si trova l'espansione commerciale?
Carlo Prudentino: Tradizionalmente la nostra base di clienti è costituita da high net worth individual, ultra high net worth individual e relativi advisor. Quando abbiamo aperto in Italia in pochissimo tempo siamo riusciti a creare rapporti con banche private per cui la nostra offerta era particolarmente interessante da un punto di vista di size, rapporto tra rischio e rendimento e storytelling. Su questa tipologia di clienti il percorso è stato molto veloce. Con gli investitori istituzionali, invece, il cammino è più articolato poiché si tratta di player che hanno già allocazioni importanti nel comparto immobiliare, sebbene realizzato in maniera totalmente diversa. Detto questo abbiamo già avviato un percorso con diversi operatori istituzionali. Nel complesso vediamo un grande trend che siamo riusciti ad anticipare e che ci permette ora di sviluppare appieno la relazione con tutto lo spettro degli investitori professionali. I target principali del nostro fondo Yeldo Real Estate Private Debt I sono grandi asset manager e investitori istituzionali. In aggiunta, abbiamo studiato attentamente gli strumenti finanziari che rispondono meglio alle esigenze di tutti quei player come i gestori patrimoniali e le banche, le quali vogliono accedere alla strategia ma mantenere gli asset sotto il proprio cappello.
Oggi l'offerta si compone di single deal che vengono sottoscritti direttamente tramite un onboarding digitale o attraverso l'acquisto di certificati o quote del fondo di private debt per chi ha esigenze di allocazione più importanti.

Che cosa vedete nel futuro di Yeldo?
Antonio Borgonovo: Il mercato del private debt real estate è certamente un place to be da un punto di vista d'investimento. Un'asset class che resterà in voga per molto tempo, anche se non escludiamo affatto di ampliare ulteriormente la gamma dei nostri prodotti.
L'espansione geografica, con l'istituzione di team locali all'estero, è sicuramente un altro obiettivo che ci siamo posti. Il fine è quello di offrire agli investitori, anche internazionali, maggiore diversificazione e prodotti sempre più attrattivi. Abbiamo già concluso operazioni in Svizzera, Italia, Principato di Monaco, Spagna e Portogallo, ma non intendiamo fermarci qui.

DI > DAVIDE MOSCA

RISOLVERE IL REBUS ESG (INSIEME)

Societe Generale Securities Services promuove il dibattito fra attori del mercato per riflettere su un tema che sfida tutti gli operatori. Obiettivo: mantenere la propria specificità evitando il rischio isolamento

L'integrazione dei criteri ESG da parte delle entità finanziarie è certamente un esercizio complesso in cui la dote dell'equilibrio risulta centrale. Equilibrio fra risultati finanziari e non finanziari, fra ambizioni e realtà del mercato, fra aderenza alla normativa e concorrenza nell'arena globale.

In questo panorama in evoluzione, Societe Generale Securities Services ha deciso di costruire una piattaforma di dialogo che unisse tutte le tipologie di entità finanziaria chiamate alla sfida della sostenibilità. "ESG LAB", spiega in merito Marco Mosca, head of Coverage, Marketing and Solutions della società in Italia, "nasce tanto dal commitment del gruppo Societe Generale sul tema quanto dalla consapevolezza che il ruolo dell'asset & securities servicer è centrale nella catena del valore del risparmio e ha connaturato il compito dell'accompagnamento degli attori dell'industria nel loro cammino di innovazione, sia essa digitale, sostenibile o legata a tematiche più strettamente di mercato come la crescita dei mercati privati".

Il punto di partenza è però concreto. Come si svolgono gli incontri dell'ESG LAB?

Nel corso degli incontri partiamo dai risultati della nostra ultima Survey sulle preferenze ESG degli investitori europei (un aggiornamento rispetto alla prima versione del 2021), per dare modo ai partecipanti di condividere la propria esperienza. L'invito è esteso a tutti gli attori del mondo finanziario e si rivolge in particolare a asset manager italiani e internazionali, asset owner, investitori istituzionali, nella convinzione che dal dibattito possano nascere idee concrete per accelerare il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità cruciali per il futuro, non solo della nostra industria.

È possibile sintetizzare quanto avete appreso finora dello stato dell'arte sull'integrazione dei criteri ESG? Esistono tratti comuni e trasversali?

A fronte di differenze anche molto rilevanti emergono quattro considerazioni fondamentali in merito alla sostenibilità. Innanzitutto, la necessità di un quadro normativo transnazionale con norme certe e coerenti tali da rappresentare un *level playing field* per gli operatori finanziari.

Un'altra considerazione ricorrente riguarda la definizione di sostenibilità vista come plurima e dipendente dallo specifico purpose della realtà aziendale che è chiamata a metterla in pratica. Qui il rischio rilevato è quello di un eccesso di prescrizione che avrebbe l'effetto di bloccare il ruolo delle entità finanziarie come *enabler* della transizione su specifici obiettivi in linea con l'attività aziendale.

La terza evidenza riguarda la necessità di procedere alla creazione di strutture interne preposte alla gestione professionale della politica ESG e, contemporaneamente, ad azioni diffuse di formazione per allineare l'intero personale in vista di un agire coordinato e condiviso in materia di sostenibilità.

Infine, i momenti di condivisione di idee, esperienze e pratiche sono visti come essenziali in una fase in cui il viaggio sulla sostenibilità è iniziato per tutti, ma la strada risulta ancora molto incerta.

Quali sono le più importanti criticità?

Una su tutte riguarda la consistenza e disponibilità dei dati, in particolare nell'ambito dei mercati privati. Sul liquido c'è stata parecchia evoluzione ma nel mondo del non quotato la difficoltà è molto grande, con approvvigionamenti ancora primordiali in modalità meccanica tramite questionari. La normalizzazione di questi dati è il passaggio più complicato e per questo come SGSS abbiamo deciso per una scelta di campo diversa rispetto ai competitor. SGSS ha deciso di portare valore al cliente attraverso la piattaforma del Gruppo SG, che ha di recente incorporato i serviti offerti da Greenscope, che si occupa di ESG reporting & CSR diagnosis, EU Taxonomy & CSRD/SFDR e Carbon & biodiversity footprint calculator, per la gestione dei dati destinata ai Private Markets, accedendo così a un'unica infrastruttura olistica che incorpora anche l'ambito dei mercati privati.



MARCO MOSCA > Societe Generale Securities Services

QRCODE SCAN

DI > DAVIDE MOSCA

IL LUNGO CAMMINO DELLA SOSTENIBILITÀ

QRCODE SCAN

Costi, dati e certezza delle norme al centro del lavoro di asset e wealth manager in materia di ESG. I dati della Survey di Societe Generale Securities Services spiegati da Fouad Massabni, head of ESG Commercial Offer della società

Tra gennaio e marzo 2024 Societe Generale Securities Services (SGSS) ha prodotto l'aggiornamento di una Survey svolta per la prima volta nel 2021 all'indomani dell'introduzione della SFDR. Il sondaggio ha coinvolto 40 società europee selezionate fra asset manager, asset owner, investitori istituzionali e entità finanziarie di diversa dimensione. Un pool pensato per essere indicativo di un mercato variegato in cui gli approcci alla sostenibilità differiscono naturalmente per la pluralità delle asset class target e per i differenti profili di gestione della liquidità.

"Il quadro di insieme ha fatto emergere elementi comuni e differenzianti", spiega Fouad Massabni, head of ESG Commercial Offer di SGSS. "La considerazione più generale che possiamo fare", prosegue, "è che la sostenibilità è un cammino intrapreso in modo irreversibile da tutti gli intervistati, che presenta elementi di complessità plurimi il cui impatto è maggiore per i soggetti che operano in mercati in cui la disponibilità di dati ESG è ancora limitata come il non quotato così come per quelli di piccole dimensioni".

ESG QUANTO MI COSTI

Il tema della regolamentazione e dei suoi costi per gli operatori finanziari si è dimostrato ancora una volta centrale. La Survey dimostra come la grande maggioranza dei produttori di strategie di investimento, pari all'80% dei rispondenti, abbia in gamma fondi articolo 8 o 9 ai sensi della Direttiva SFDR. Emerge al contempo un approccio sempre più conservativo alla classificazione con casi di vero e proprio *green bleaching*, termine coniato per identificare coloro che sono più sostenibili di quanto dichiarano. E non sono pochi. Il sondaggio stima nel 20% la quota di fondi articolo 6 che in realtà avrebbero tutti i requisiti necessari per essere classificati come articolo 8.

Il timore di cambi normativi e dei costi di reportistica connaturati ad una classificazione più alta sono i maggiori ostacoli ad una dichiarazione di più marcata sostenibilità, con l'ultimo tema che introduce un aspetto molto presente nella survey e dirimente per il settore della gestione del risparmio. Una preoccupazione che emerge dalla Survey è, infatti, quella che i costi di integrazione di criteri di sostenibilità risultino incompatibili con il dovere fiduciario di preservazione e apprezzamento del capitale del cliente. Un aspetto tutt'altro che secondario in quanto costituisce il fondamento dell'attività stessa di gestione del capitale di terzi.

SOSTENIBILITÀ AL PLURALE

"Tutti i rispondenti al nostro sondaggio", fa notare Massabni, "hanno politiche di esclusione mentre per l'applicazione di criteri ESG nelle politiche di investimento e selezione questa percentuale scende all'80%". Una delle domande più importanti riguarda gli ostacoli a fare di più in materia di sostenibilità. "Per l'80% dei rispondenti la problematica del reperimento, consolidamento e integrazione dei dati nei sistemi interni è inabilitante rispetto a più ambiziosi obiettivi ESG sia in termini di fattibilità che di costo". Ci sono poi le differenze specifiche per settore con, ad esempio, il comparto del private equity, in cui oltre il 90% dei gestori utilizza sondaggi realizzati tramite file Excel per l'assessment del profilo di sostenibilità di aziende che, nel complesso, sono considerate molto bisognose di indirizzo e sostegno per adempiere a compiti che diventeranno obblighi con il progressivo allargamento dell'applicazione della Corporate Sustainability Reporting Directive.

"La diffusione di una cultura di sistema in materia di sostenibilità è ritenuta di grande importanza per condividere un percorso giustamente visto come denso di ostacoli da superare", afferma Massabni, che sottolinea come questo valga trasversalmente nel campo del wealth e asset management con, però, profili di maggiore criticità per quei comparti, come i mercati privati, dove è necessario un approccio comune con il mondo corporate.

DI > ANTONIO POTENZA

COSA NASCONDONO I MERCATI PRIVATI?

"Molte più opportunità d'investimento rispetto a quelli pubblici" fanno sapere da Nuveen. La società ha individuato quattro strumenti per sfruttare al meglio l'asset class e diversi obiettivi da raggiungere in base alla classe di rischio dell'investitore

Negli anni Novanta il numero di società statunitensi presenti in Borsa ha raggiunto oltre 8.000 quotazioni. La tendenza si è invertita. Per Nuveen, "l'ascesa del private equity consente alle aziende di restare private più a lungo, fornendo loro il tempo di affermarsi senza dover affrontare il vaglio dei mercati e la rigidità delle relazioni trimestrali". Ciò vale soprattutto per le startup, specialmente quelle in attesa di raggiungere lo stato di unicorno, cioè valutazione superiore a 1 miliardo di dollari. Molte società negli USA, raccontano da Nuveen, ritardano o non scelgono la quotazione, "piuttosto che dover fare i conti con le incertezze di un'offerta pubblica iniziale".

"Indipendentemente dalla tipologia di business, a seguito di questa tendenza ormai consolidata" fanno sapere dalla casa di gestione, "i mercati privati offrono molte più opportunità d'investimento rispetto a quelli pubblici".

LE OPPORTUNITÀ DEI PRIVATE ASSETS

I risparmiatori possono includere in portafoglio i mercati privati "attraverso strutture più liquide e accessibili, tra cui i fondi comuni d'investimento e gli ETF". "I veicoli comunemente utilizzati", spiega la società, "includono fondi d'investimento europei a lungo termine (Eltif), fondi lussemburghesi UCI Part II, e fondi d'investimento alternativi riservati".

Gli Eltif, raccontano gli esperti, sono stati introdotti nel 2015 e sono stati rinnovati recentemente dalle autorità europee per facilitare la semiliquidità delle strategie d'investimento. Possono essere commercializzati "a tutti i tipi d'investitori, compresi quelli al dettaglio all'interno dell'UE utilizzando il passaporto europeo". Un fondo parte II istituito ai sensi della legge lussemburghese sugli organismi d'investimento collettivo (OIC), invece, è un fondo che può investire in tutti i tipi di strategie.

"Recentemente, è diventata un'opzione per le strategie d'investimento semiliquide dei mercati privati. Può essere venduto a tutti i tipi di investitori, inclusi coloro i quali operano vendita al dettaglio in tutta l'Unione Europea." Poi i Raif: "destinati a investitori istituzionali e professionali, nonché ad alcuni con un patrimonio netto elevato". Possono investire in strategie dei mercati privati e "sono stati utilizzati prevalentemente per soluzioni d'investimento chiuse". Infine, continua la società "i fondi comuni d'investimento, hanno un numero fisso di azioni (descritte come chiuse) e sono solitamente negoziati in borsa". I Reit sono un veicolo popolare per gli investimenti immobiliari, poiché distribuiscono "ai propri investitori una quota significativa dei rendimenti derivanti da locazione".

CHI DOVREBBE CONSIDERARLI

Se da una parte Eltif, fondi lussemburghesi UCI Part II, Raif e Reit sono gli strumenti con i quali Nuveen prospetta un ingresso nel mercato degli asset alternativi e privati, dall'altra gli investitori ai quali guarda la società si differenziano prima di tutto in base alle esigenze di liquidità e di rischio. "Gli investimenti alternativi", fanno sapere gli esperti, "possono rispondere a esigenze specifiche, assicurando i risultati desiderati": che sia quello di esplorare asset class con potenziale di rendimento, diversificare i tradizionali investimenti oltre mercati d'azioni e obbligazioni, "prendere in considerazione gli investimenti in beni reali, come l'immobiliare o i terreni agricoli (farmland), diversificare gli investimenti diretti in immobili residenziali con un portafoglio multisettoriale" ed "esplorare investimenti in startup e nuove attività tramite impiego di denaro in private capital in società di medie dimensioni".

STRATEGIC ASSET ALLOCATION VS TOTAL PORTFOLIO APPROACH



	SAA	TPA
Performance assessed vs.	Benchmarks	Fund goals
Success measured by	Relative value added	Total fund return
Opportunities for investment defined by:	Asset classes	Contribution to total portfolio outcome
Diversification principally via:	Asset classes	Risk factors
Asset allocation determined by a:	Board centric process	CIO-centric process
Portfolio implemented by:	Multiple teams competing for capital	One team collaborating toghether

Fonte: CAIA

COME GESTIRE LA COMPLESSITÀ CON IL TOTAL PORTFOLIO APPROACH

Oltre Markovitz, al di là dell'allocazione strategica tradizionale e della tassonomia delle asset class. Quattro pilastri per puntare (davvero) al lungo periodo

L'approccio di asset allocation tradizionale è ancorato alla teoria moderna del portafoglio che prende le mosse da Harry Markovitz e si fonda in particolare sui concetti - sistematizzati negli anni '50 - di mean variance, frontiera efficiente, benchmark e asset class.

Negli anni '70 le grandi fondazioni americane hanno dato vita a una variante, conosciuta con il nome di *endowment model*, che presenta delle differenze rispetto ai dettami del Nobel per l'economia scomparso nel 2023 all'età di 95 anni. Una caratteristica fondamentale di questo approccio è l'introduzione in portafoglio di una quota significativa di mercati privati, da cui discende una necessità di governance più complessa e robusta rispetto a quanto si richiede per le asset class liquide. Una mossa che nasce dall'esigenza di trasferire nell'asset allocation un orientamento al lungo periodo che la teoria moderna del portafoglio era in grado di esprimere solo in parte, con la sua concentrazione pressoché esclusiva sui mercati pubblici e l'utilizzo di benchmark aggiornati in tempo reale come metro della bontà e dell'efficacia del lavoro del team d'investimento.

"Negli ultimi anni abbiamo assistito ad una crescita di tutti gli asset alternativi", afferma Alessandra Pasquoni, a capo del Chapter italiano di CAIA, per introdurre una delle motivazioni di un ulteriore e più recente ripensamento dell'approccio alla gestione dei portafogli da parte degli asset owner. "L'era dei tassi a zero ha portato gli investitori ad aumentare la quota di rischio alla ricerca di rendimento. Oggi gli asset alternativi rappresentano il 15% circa dell'universo investibile, con 22.000 miliardi di dollari di masse in gestione e, contemporaneamente a tale crescita, è cambiato il mix degli investimenti alternativi, con un aumento, in particolare, del private equity".

Per oltre 50 anni il mondo della finanza è andato avanti basandosi fondamentalmente sulla teoria moderna del portafoglio e sull'*endowment model*, come variante della prima. Il CAIA ha recentemente pubblicato un paper dal titolo 'The Rise of Total Portfolio Approach (TPA)'. Di che cosa si tratta e perché ora?

Nel triennio 2020-2022 abbiamo assistito alla rappresentazione concreta dei limiti di un classico approccio 60-40 con la discesa simultanea di tutte le asset class liquide. Mentre gli alternativi, per coloro che vi erano investiti, hanno fornito una base di



LA VIEW DELL'ADVISORY

Jayne Bok, CFA, CAIA, head of Investments Asia, WTW

Dopo aver lavorato in consulenza per due decenni, posso affermare con certezza che l'asset allocation strategica (SAA) è onnipresente nella maggior parte dei clienti con cui lavoro. Si adatta all'idea di responsabilità chiare e di separazione dei compiti. Il Consiglio di amministrazione stabilisce la politica di investimento e il team d'investimento si concentra sull'attuazione. I team attendono con ansia di sapere l'allocazione e la distribuzione per l'anno in corso.
Il successo è misurato in termini di alpha superiore ai benchmark del mandato, in file ordinati di asset class. La governance e le strutture di incentivazione associate non potrebbero essere più pulite. Tuttavia, man mano che il mondo degli investimenti diventa più complesso, le crepe in questa impostazione si manifestano inevitabilmente. Ancora oggi lavoro con clienti che cercano instancabilmente il numero magico top-down per la sottoclasse d'investimento A o il benchmark proxy che meglio rappresenta la classe d'investimento B. Sebbene coloro che hanno una mentalità quantitativa possano trovare soluzioni intelligenti per risolvere gli aspetti tecnici della questione, il problema fondamentale rimane: l'ambiente d'investimento odierno ha portato i modelli di governance della strategic asset allocation tradizionale oltre il limite dell'efficacia.

Fonte: The Rise of Total Portfolio Approach, CAIA, 2024

stabilità al portafoglio. Ciò ha evidenziato come non sia sufficiente basarsi sulla supposta decorrelazione tra azioni e obbligazioni e quanto sia opportuno diversificare il portafoglio in tutti i suoi driver di rischio e rendimento.
Il Total Portfolio Approach (TPA) vuole rispondere a queste criticità attraverso un nuovo modo di orientare i propri investimenti, che va oltre l'allocazione per asset class. Non si tratta, infatti, di un modello ma di un metodo caratterizzato da quattro dimensioni fondamentali: la governance, le lenti fattoriali, la competizione per il capitale e la cultura.

Come si declinano?
In materia di governance il cambiamento è rilevante perché si modifica la natura della relazione fra il board e il team d'investimento. Mentre nella strategic asset allocation tradizionale sono assolutamente evidenti ruoli e responsabilità, nel TPA si potenzia la relazione fiduciaria attraverso la definizione di obiettivi complessivi di portafoglio e la discussione bidirezionale di come raggiungerli, a cui segue la fase dell'implementazione da parte del team d'investimento. Non più quindi la consegna di un'asset allocation da implementare da parte del board, con indicazione dei benchmark da battere, ma l'individuazione di macro-obiettivi a livello di portafoglio complessivo.
Nella strategic asset allocation tradizionale, infatti, l'implementazione delle singole porzioni di portafoglio con relativi benchmark dà luogo a un rischio di over-diversificazione, laddove può esservi una sovrapposizione di esposizioni. Nel TPA la dimensione delle factor lens elimina questo pericolo, identificando i fattori di rischio per asset class e mantenendo una visione complessiva del portafoglio.
Partendo quindi dalla definizione di un budget di rischio complessivo corrispondente agli obiettivi del portafoglio, si scompongono le asset class per fattori di rischio e rendimento, così da identificare il mix migliore a livello di portafoglio. L'implementazione della strategia d'investimento avviene nel passaggio successivo andando a scegliere stili, tipologie di prodotti, vincoli, livelli di liquidità e ulteriori aspetti di carattere generale.
Il terzo elemento caratterizzante è la competizione per il capitale. Nella TPA ogni investimento è valutato in termini relativi rispetto ad altri investimenti, ma anche al portafoglio nel suo complesso. Nella strategic asset allocation la difficoltà è spesso rappresentata dalla categorizzazione delle nuove idee d'investimento per capire in quale porzione dell'asset allocation strategica inserirle. Nel TPA si rompe il vincolo rigido delle asset class e ogni idea di investimento è in concorrenza con le altre.
L'ultimo aspetto è quello della cultura, che presuppone che l'intera organizzazione sia coinvolta nella sua messa a terra. E per la quasi totalità delle istituzioni finanziarie potenzialmente interessate, questo significa un cambio radicale. Anche

l'impatto sulle risorse è importante e presuppone team più grandi, maggiori competenze, grande coinvolgimento e un ripensamento dei modelli di remunerazione. Al board, infine, è richiesta stabilità e continuità per compiere un processo di trasformazione di questo tipo.

Quali sono le difficoltà principali che deve affrontare un investitore che guarda ad un cambiamento di questo tipo?

Rivoluzionare l'approccio alla costruzione del portafoglio non è un'operazione semplice. Tra le complessità dell'implementazione del TPA troviamo certamente l'identificazione dei fattori di rischio e rendimento per ogni asset class, frutto di un modeling complesso che dovrebbe essere affiancato da stress test e analisi di scenario per limitare eventuali imprecisioni. Inoltre, l'assenza di benchmark presuppone una delega significativamente più ampia al team di gestione, dato che esistono più strade d'implementazione del portafoglio per arrivare ad uno stesso obiettivo. Per questo il processo richiede il coinvolgimento dell'intera organizzazione.

Qual è l'attuale livello di adozione?

Esistono esempi radicati in Australia, Nuova Zelanda, Canada e Singapore, ma deve essere chiaro che trovare la modalità giusta di applicazione del TPA è un lavoro che ogni organizzazione deve fare a sé, poiché la struttura non è univoca, ma dipende dalle specificità e dalle scelte di ogni singola entità.

A livello generale possiamo dire che chi ha deciso di implementare tale approccio ha come scopo la risoluzione di alcuni problemi tipici del modello di Markovitz, come l'allineamento fra alpha e beta o l'implementazione di nuove idee d'investimento che non trovano copertura nelle tradizionali asset class.

Se prendiamo in considerazione gli alternativi, ad esempio, è difficile immaginare di categorizzare i vari comparti in base allo schema utilizzato per i mercati pubblici. Il real estate debt può, infatti, rientrare sia nell'etichetta di immobiliare, sia in quella del private debt, sia tra gli hedge fund. Gli hedge fund stessi non sono una asset class, ma un veicolo che permette di implementare strategie anche lontanissime le une dalle altre. Avere un'allocazione strategica in cui è presente un bucket hedge fund non dice, quindi, nulla di quale sia la funzione delle strategie selezionate nella complessiva ottica di portafoglio.

Alla luce di queste considerazioni, molti investitori sofisticati si stanno interrogando sulla congruità della loro attuale struttura di portafoglio guardando anche ad altre evoluzioni già in atto, fra cui l'introduzione di elementi qualitativi nella valutazione dell'asset allocation. Pensiamo, ad esempio, all'integrazione dei criteri di sostenibilità. Il TPA, quindi, quale trend di lungo periodo, è solo all'inizio e continuerà a crescere ed evolversi per molte ottime ragioni.

LA VIEW DELL'ASSET OWNER

Ben Samild, chief investment officer, Future Fund

Quando è stato fondato nel 2006, il Future Fund, il fondo sovrano australiano, ha avuto l'opportunità di costruire da zero la governance, la cultura e la filosofia di un asset owner. Nel farlo, i fondatori hanno scelto un approccio integrato all'intero portafoglio come mezzo per raggiungere l'obiettivo di un rendimento superiore all'inflazione nel lungo periodo.

Alla base di questa scelta c'era il desiderio di migliorare l'approccio tradizionale che prevede che il Consiglio di amministrazione stabilisca un'allocazione strategica degli asset e ne deleghi l'attuazione al management, con il rischio di dimenticare l'obiettivo. Ne è emerso un modello che coinvolge sia il Board che il management in un dialogo continuo.

Che cosa è importante, dunque, per realizzare con successo questo approccio? Un CdA e professionisti dell'investimento che si impegnino collettivamente a investire con una mentalità globale di portafoglio completo; dati e approfondimenti che consentano una prospettiva informata; condivisione delle conoscenze all'interno del team d'investimento; fiducia e empatia professionale.

Fonte: The Rise of Total Portfolio Approach, CAIA, 2024