

Private Asset: valgono il rischio?

Nell'ultimo anno, i Private Asset hanno beneficiato di una crescente popolarità. In un mondo di tassi di interesse persistentemente bassi, gli investitori sono disposti a modificare la propria prospettiva di rischio per cercare fonti di rendimento decorrelate e adottare una definizione più ampia di diversificazione. Anche l'investitore italiano, generalmente prudente, sta considerando alternative al di fuori delle tradizionali allocazioni obbligazionarie denominate in euro, come gli investimenti nelle infrastrutture, nel settore immobiliare, nel private equity e nel private debt. Natixis ha chiesto a due esperti, uno specialista degli investimenti e un guru dell'allocazione di portafoglio, di esaminare i pro, i contro e le future prospettive di questi investimenti illiquidi in continua crescita.



Mathieu Cubilie
Investment Specialist
Natixis Investment Managers

“A causa del suo potenziale, il private equity è storicamente l'asset privato più ricercato dopo il real estate.”

La crescita della domanda...

Negli ultimi 18 mesi circa gli afflussi di capitale verso questi asset sono rimasti molto elevati (1.170 miliardi di dollari da gennaio 2018 a luglio 2019), e riteniamo che la domanda resterà solida, senza tuttavia mantenere una dinamica necessariamente lineare da un anno all'altro. Ciò è legato principalmente alla propensione al rischio degli investitori istituzionali, che stanno spostando parte della propria asset allocation dalle attività tradizionali a quelle private nell'ambito di una tendenza di lungo periodo. Per il momento, la domanda è dominata dagli investitori istituzionali, ma ci sono già segnali che indicano una domanda iniziale da parte di altre tipologie di investitori.

Rendimenti interessanti...

Nell'attuale contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, c'è una vera fame di rendimento. Gli asset privati possono offrire generalmente un premio tra il 2% e l'8%, in funzione dell'attivo sottostante e del contesto. Un premio interessante e significativo.

“C'è una vera fame di rendimento. Gli asset privati possono offrire generalmente un premio tra il 2% e l'8%, in funzione dell'attivo sottostante e del contesto”

Diversificazione, volatilità e liquidità...

Espendendo il portafoglio ad attività non quotate, si ottiene una diversificazione che gli asset quotati tradizionali non possono fornire. E gli investitori sanno quanto sia difficile ottenere nella attuale contesto di mercato, una buona diversificazione. La volatilità è un concetto piuttosto strano per quanto riguarda i private asset, che usano modalità di valutazione diverse da quelle applicate agli attivi tradizionali (solitamente lo sconto dei flussi di cassa attesi), e generalmente su base trimestrale.

“Gli investitori che cercano un'alternativa all'obbligazionario, guarderanno alle infrastrutture ed al private debt.”

James Beaumont
Head of Multi Asset Portfolio Management
Dynamic Solutions
Natixis Investment Managers



La crescita della domanda...

In questo momento, tutto ciò che rientra nell'universo degli investimenti illiquidi gode di una crescente popolarità, ma per ragioni differenti. Innanzitutto, occorre pensare alla fase del ciclo di mercato in cui ci troviamo attualmente, caratterizzata da un trend rialzista che dura da dieci anni e da prezzi azionari ai massimi storici. Sul fronte obbligazionario, il trend rialzista è cominciato persino prima, e i rendimenti sono ai minimi storici. Quindi, per trovare valore nei mercati, gli investitori si rivolgono agli asset illiquidi.

Rendimenti interessanti...

Sul fronte della riduzione del rischio, gli investitori sono alla continua ricerca di fonti di reddito, e di conseguenza gli asset illiquidi con rendimenti elevati cominciano ad apparire molto attraenti. In termini di miglioramento del profilo di rischio e rendimento, gli investitori guardano agli investimenti alternativi come il private equity perché i dati storici dimostrano che il “premio per l'illiquidità” rispetto alle azioni quotate consentirà di generare rendimenti a lungo termine superiori a ciò che i mercati azionari tradizionali possono offrire.

Diversificazione, volatilità e liquidità...

Non è solo una questione di rendimento. Gli asset illiquidi offrono altri vantaggi ai portafogli dei clienti. Innanzitutto, contribuiscono a diversificare il rischio di portafoglio e, in secondo luogo, aiutano gli investitori a controllare la volatilità del portafoglio.

Per definizione, questo tipo di approccio rende gli asset privati meno volatili, il che è in linea con l'idea di investimenti illiquidi e a lungo termine.

In realtà, parlando di percezione del rischio, si tende a pensare maggiormente al rischio di ribasso che non alla volatilità in sé.

Orizzonti temporali...

I progetti infrastrutturali hanno un orizzonte temporale a più lungo termine. Il finanziamento è stato effettuato. Se l'investitore è in grado di gestire questo stile di finanziamento a 20-30 anni, allora il vantaggio di diversificazione sarà veramente sostanziale. Spazierà su più cicli, e l'investitore potrebbe essere esposto a un certo rischio di governo, ma non al rischio di progetto.

Ciò che conta, quindi, è la competenza degli esperti a cui si affida l'investitore il quale dovrà comunque fare la propria due diligence. Per quanto riguarda il private debt, il rischio principale è rappresentato da un aumento dei default societari.

Cosa può determinare tale incremento? A volte, il rialzo dei tassi di interesse; altre volte, questioni di liquidità. Ma, come regola generale, le società sono meno indebitate di quanto non fossero nel 2007-2008.

Stili differenti...

Il private equity e il private debt sono le tipologie di asset privati più popolari tra i private banker e i consulenti finanziari. Il private equity è storicamente il private asset a cui si guarda immediatamente dopo l'immobiliare, in ragione del suo potenziale di rialzo. Le performance sono state interessanti negli ultimi anni, e molti ritengono che questa asset class continuerà a sovraperformare le altre.

Più recentemente, il private debt ha suscitato interesse grazie alla combinazione di tre fattori. Innanzitutto, il suo sviluppo è in larga misura il risultato del processo di disintermediazione bancaria osservato fin dalla crisi finanziaria globale.

In secondo luogo, riflette la domanda di asset più difensivi poiché, rispetto al private equity, questi attivi si posizionano a un livello più elevato nella struttura del capitale. Terzo, il private debt genera cedole, e molti investitori preferiscono ricevere flussi regolari dai propri investimenti

Valutazioni...

Gli asset sia tradizionali che privati possono essere considerati "costosi"; tuttavia, rispetto agli attivi tradizionali, gli asset privati offrono qualità differenti che non dipendono dai livelli di valutazione: diversificazione, minore volatilità, un premio di illiquidità, la generazione di reddito e il fatto di appartenere all'economia reale. Inoltre, questi attivi possono generare rendimenti potenzialmente migliori rispetto agli asset tradizionali.

Questo perché gli investimenti illiquidi presentano generalmente sia una minore volatilità sia una correlazione più contenuta con il portafoglio complessivo. Nell'insieme, questi aspetti rappresentano una combinazione molto interessante.

Ma c'è una limitazione importante. Talvolta tutto dipende dalla modalità di valutazione di queste attività. Prendiamo per esempio l'immobiliare. In genere il prezzo di una casa o di un edificio industriale non viene ricalcolato giornalmente, ma solitamente con cadenza trimestrale o semestrale.

Quindi gli asset illiquidi presentano intrinsecamente una mancanza di volatilità di mercato. Il problema è che molto spesso ciò si accompagna a un "gap risk". I prezzi rimangono stazionari per un certo periodo, poi improvvisamente registrano un ribasso più forte. È essenziale che gli investitori siano consapevoli di questo rischio

Orizzonti temporali...

I progetti infrastrutturali hanno un orizzonte temporale a più lungo termine. Il finanziamento è stato effettuato.

Se l'investitore è in grado di gestire questo stile di finanziamento a 20-30 anni, allora il vantaggio di diversificazione sarà veramente sostanziale. Spazierà su più cicli, e l'investitore potrebbe essere esposto a un certo rischio di governo, ma non al rischio di progetto.

Ciò che conta, quindi, è la competenza degli esperti a cui si affida l'investitore il quale dovrà comunque fare la propria due diligence. Per quanto riguarda il private debt, il rischio principale è rappresentato da un aumento dei default societari. Cosa può determinare tale incremento?

A volte, il rialzo dei tassi di interesse; altre volte, questioni di liquidità. Ma, come regola generale, le società sono meno indebitate di quanto non fossero nel 2007-2008.

Stili differenti...

Le infrastrutture e il private debt sono generalmente asset di riduzione del rischio. Sono più difensivi, quindi gli investitori alla ricerca di un sostituto di tipo obbligazionario dei titoli di Stato prenderanno in considerazione queste due asset class. Per quanto riguarda la componente di miglioramento del rendimento, gli investitori punteranno sul private equity e sull'immobiliare come sostituti degli investimenti azionari.

Questa è l'interpretazione di base, che perlomeno evidenzia come la questione non sia quali asset sono più popolari, ma il loro ruolo nei portafogli dei clienti. In termini di cambiamenti dell'asset allocation a lungo termine, alcuni dei dati esaminati in termini di obiettivo di asset allocation possono situarsi tra il 10% e il 20% per i family office, gli endowment e i fondi sovrani, che storicamente investono in maggior misura in asset illiquidi.

“Gli asset illiquidi offrono altri vantaggi ai portafogli dei clienti. Innanzitutto, contribuiscono a diversificare il rischio di portafoglio e, in secondo luogo, aiutano gli investitori a controllare la volatilità del portafoglio.”

Orizzonti temporali...

Chi ha investito in private asset in passato continua ad investire, indicando di gradire questa asset class. Tuttavia, occorre che gli investitori si pongano alcune domande per comprendere se questo tipo di investimento sia adatto alle loro esigenze.

Innanzitutto, quale percentuale del portafoglio intendono allocare agli asset privati? In altre parole, quale percentuale del portafoglio sono disposti a bloccare in investimenti illiquidi nel lungo termine? E quale premio di illiquidità può essere ritenuto accettabile a fronte di un certo periodo di lock-up?

E poi, su quale veicolo o struttura legale puntare? È opportuno ricordare che l'efficienza fiscale è oggi una condizione essenziale per molti investitori. Infine, non esiste una regola d'oro sui private asset: si tratta di una scelta che ogni investitore dovrà valutare in base alla propria situazione specifica.

<FINE>

Per i wealth manager e i clienti assicurativi, questo dato si colloca probabilmente attorno al 5%, forse sale al 10% se si intende rafforzare questa esposizione, come stanno in effetti facendo in molti.

Valutazioni...

Al momento alcuni rischi riguardano le valutazioni. Negli ultimi tempi i flussi di capitali verso gli asset privati, e in particolare verso il private equity, sono stati sostanziosi. E nel settore si dice che ci sia troppo denaro da investire in un numero eccessivamente limitato di operazioni. Un mercato dei compratori, se vi piace la definizione. L'implicazione per il private debt è che, sebbene i rendimenti siano ancora superiori a quelli dei titoli di Stato, si è osservato un evidente peggioramento dei "covenant" relativi ai finanziamenti privati, il che, in caso di recessione, lascerebbe i prestatori maggiormente esposti a tassi di default più elevati e a tassi di recupero più bassi del previsto. In questo momento il mercato del private debt europeo è indubbiamente considerato "covenant lite" da molti osservatori. E ciò rappresenta spesso un segnale d'allarme per la fase finale di qualsiasi ciclo di mercato.

Idoneità degli investitori...

L'uso di asset privati in un portafoglio dovrebbe essere adatto all'investitore e alle sue esigenze di liquidità. Forse l'attuale ciclo di mercato proseguirà ancora per qualche anno e, di fatto, l'universo degli asset privati resta il miglior posto in cui trovarsi – dopo tutto, negli ultimi due anni in molti hanno annunciato la fine del ciclo di mercato, eppure hanno continuato a mettere a segno buone performance in questo arco di tempo.

Gli investitori italiani...

Come hanno dimostrato negli anni i nostri barometri globali, i portafogli italiani sono caratterizzati da una componente obbligazionaria molto più rilevante di quella dei portafogli di qualsiasi altro paese. Di conseguenza, si osserva anche un maggiore interesse negli asset illiquidi legati all'obbligazionario. Quindi più asset infrastrutturali, più private debt, in alcuni casi più immobiliare, ma meno private equity.

Tradizionalmente, gli investimenti illiquidi erano utilizzati unicamente dagli investitori istituzionali, poiché solamente le istituzioni erano in grado di gestire l'illiquidità. In alcuni casi i wealth manager possono trovare clienti in grado di gestirla, e credo che il loro numero sia in aumento.

Ma occorre che questi investitori facciano attenzione a non esporsi in misura eccessiva all'illiquidità. In molti avevano assunto questo rischio nel 2007, e non è finita molto bene. Naturalmente, se gli investitori capiscono questa illiquidità e sono in grado di gestirla, allora può avere senso cercare di beneficiare del premio di illiquidità.

<FINE>

Intervista raccolta nel mese di ottobre 2019

Avvertenze

Il presente materiale viene fornito esclusivamente a fini informativi su richiesta di soggetti che prestano servizi di investimento ed altri Clienti Professionali. Questo materiale non deve essere usato con gli investitori Retail. Gli intermediari che prestano servizi di investimento sono responsabili nei confronti dei propri clienti dell'offerta o vendita di fondi o servizi a terzi nel rispetto delle norme applicabili nel relativo Paese.

In Italia Il presente materiale è fornito da Natixis Investment Managers S.A., società di gestione del risparmio, o dagli uffici della sua succursale Natixis Investment Managers S.A., Succursale Italiana, una società iscritta nell'elenco allegato all'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia al n. 23458.3. Natixis Investment Managers S.A. è una società di gestione di diritto lussemburghese autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier e registrata al numero B 115843. La sede legale di Natixis Investment Managers S.A. è 2 rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Granducato del Lussemburgo. La sede legale di Natixis Investment Managers S.A., Succursale Italiana è in Via San Clemente 1, 20122 Milan, Italy.

Le società sopra menzionate sono strutture commerciali controllate da Natixis Investment Managers, holding che raggruppa varie società di gestione specializzate e strutture commerciali presenti sul territorio mondiale. Le società di gestione e le strutture commerciali controllate da Natixis Investment Managers svolgono le loro attività regolamentate solo nelle o dalle giurisdizioni in cui sono abilitate ed autorizzate. I prodotti ed i servizi offerti possono quindi non essere disponibili in tutti i Paesi, ovvero per tutti i tipi di investitori.

Le informazioni riportate nel presente materiale sono ritenute attendibili da Natixis Investment Managers ; tuttavia non è possibile garantirne precisione, adeguatezza o completezza.

All'interno del presente documento, la presentazione e /o i riferimenti a specifici titoli, settori o mercati non è da intendersi in termini di consulenza su investimenti, sollecitazione o proposta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né offerta di servizi finanziari. Prima di ogni investimento, gli investitori devono esaminare con attenzione gli obiettivi di investimento, i rischi, i costi relative a strategie e prodotti. Le analisi, le opinioni, determinati temi di investimento e il processo di investimento descritti in questo documento rappresentano le posizioni del gestore di portafoglio ad una certa data. Tali elementi così come la composizione e le caratteristiche del portafoglio sono soggetti a cambiamento nel tempo. Le evoluzioni future possono non corrispondere alle previsioni formulate nel presente documento.

Il presente materiale non può essere distribuito, pubblicato o riprodotto, in tutto od in parte.

Gli importi riportati si intendono espressi in USD se non diversamente indicato.

Documento ad uso riservato degli investitori professionali di cui è vietata la diffusione tra il pubblico.