

---

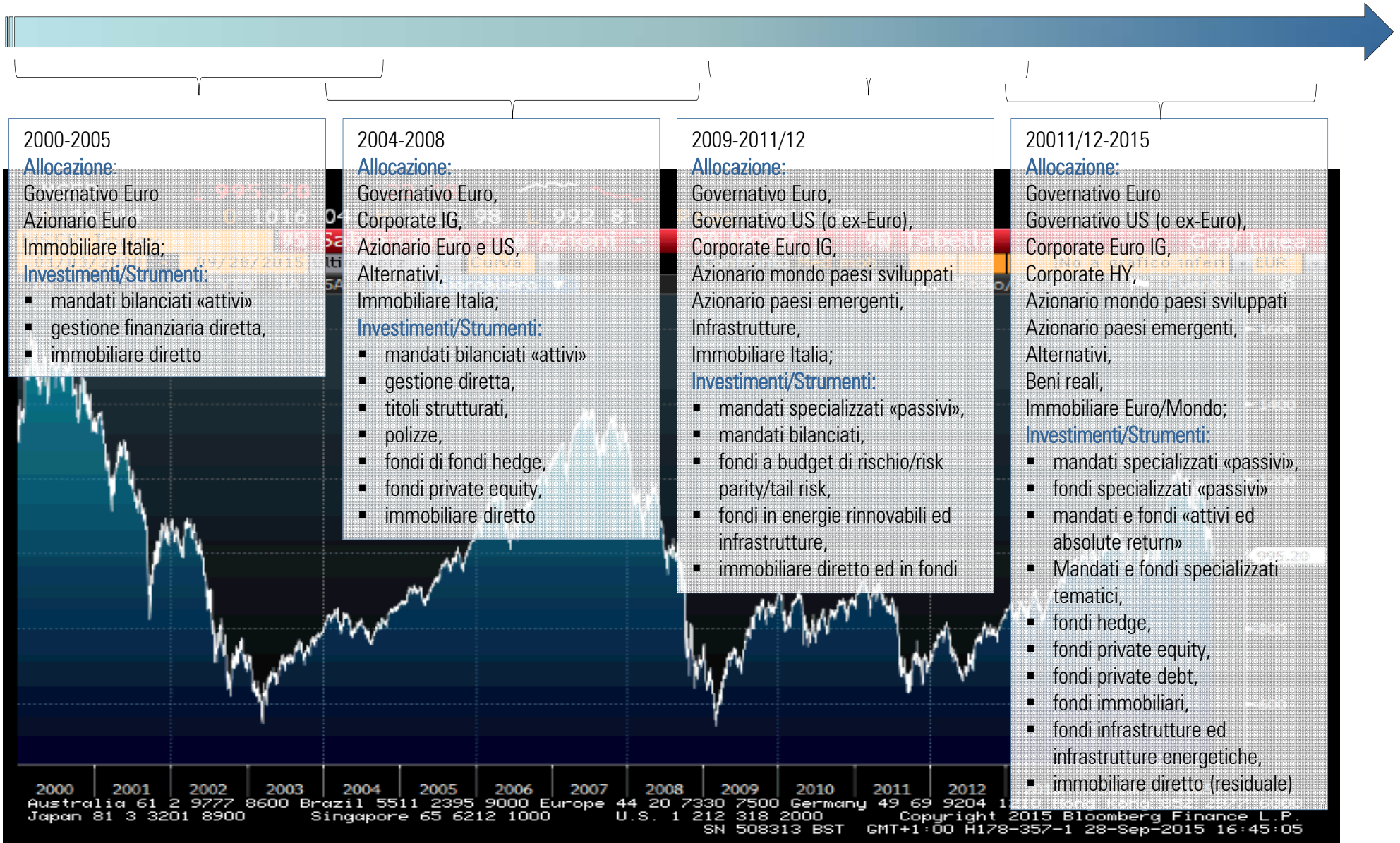
fondi attivi, private equity, asset illiquidi, strategie flessibili, hedge fund,  
infrastrutture, private debt .....

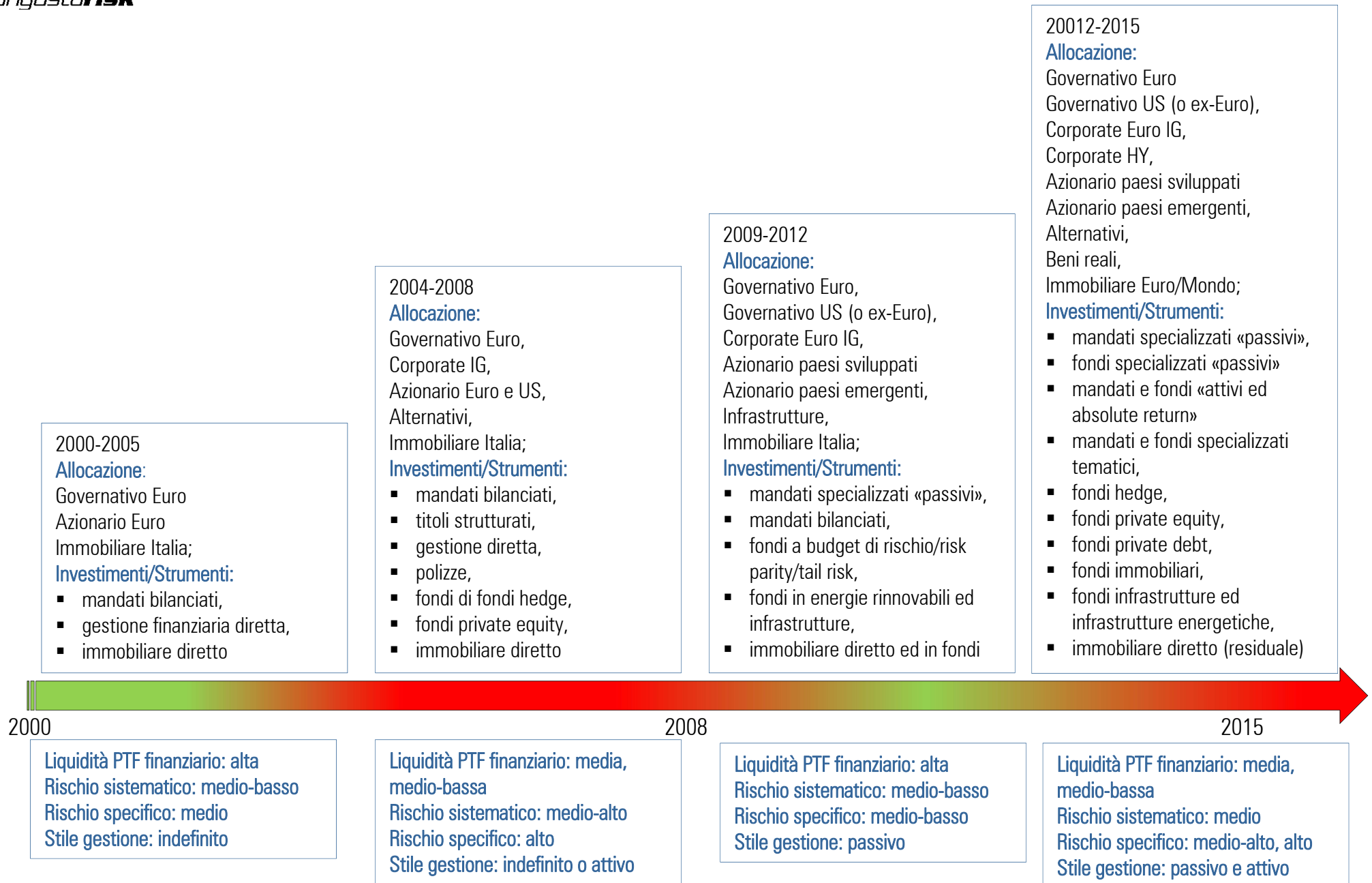
è sempre più difficile (investire)?!?!

2000

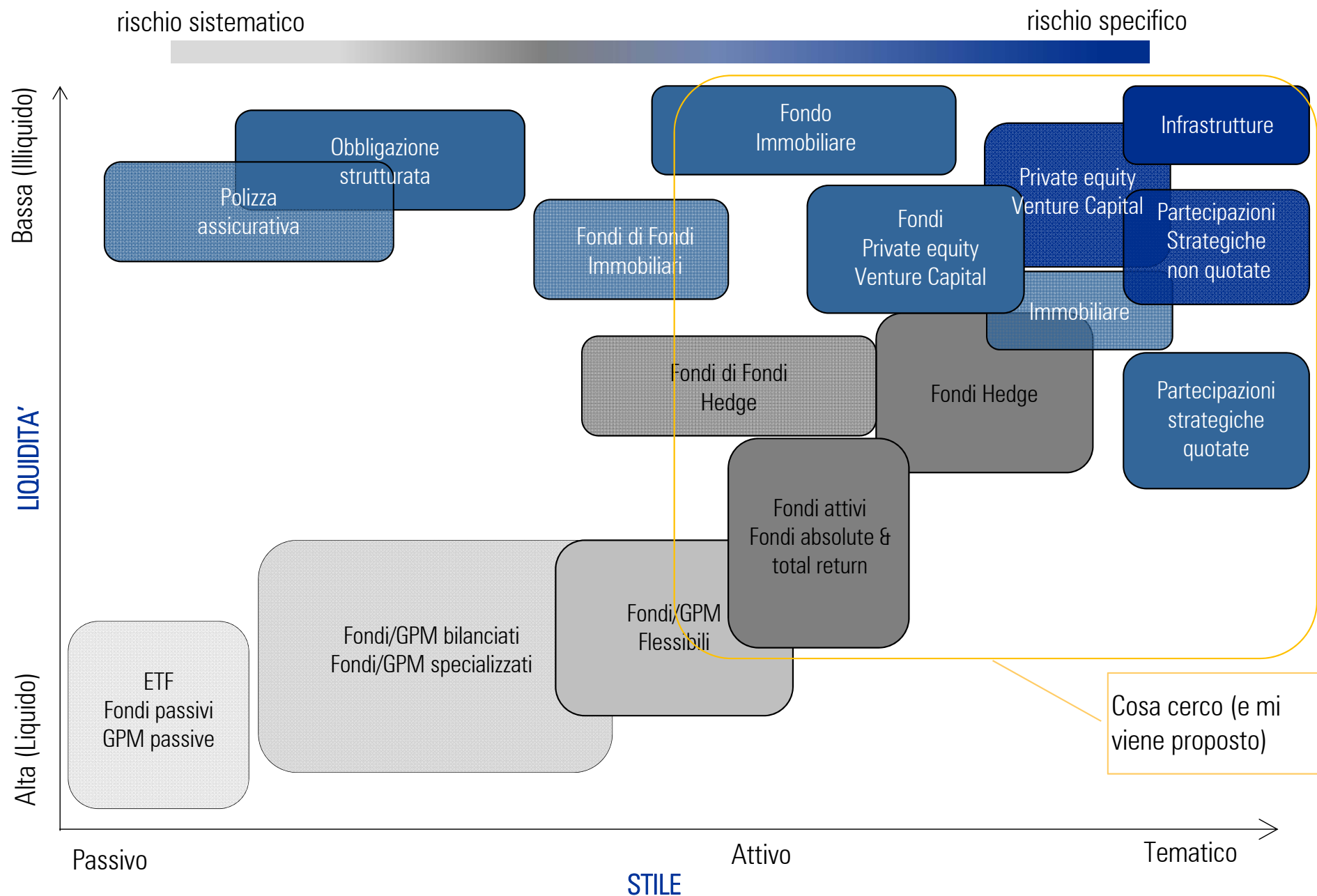
2008

2015





# Cosa cercano gli Investitori (e gli viene proposto)



Attivo/Tematico

Illiquido

Non quotato

Caratteristiche dei nuovi investimenti (oggi):

- Ampio universo investibile e spettro di investimento
- Stile di gestione attivo (vs passivo)
- Bassa liquidità
- Bassa liquidabilità
- Scelte di investimento «tematiche»
- Investimenti «concentrati»
- Orizzonte di investimento/maturazione anche lungo
- Assenza di mercati regolamentati di negoziazione (private vs listed)

Attenzione a:

- rischio specifico (gestore, stile di gestione, modello di investimento etc.)
- rischiosità amplificata dalla bassa liquidità, dalle concentrazioni e dalla struttura finanziaria
- significatività dei prezzi scarsa
- forte sensibilità alle condizioni del mercato ed alle annate (vintage)
- valutazione complessa degli investimenti
- individuazione e realizzazione degli investimenti difficile, gestione e valorizzazione complessa e specialistica

Rischio specifico

Rischio liquidità

Rischio di controparte

## Rischio specifico

La rischiosità specifica è caratteristica degli investimenti attivi ed illiquidi e deriva da 2 fattori: i) la concentrazione degli investimenti, e ii) la discrezionalità delle scelte del gestore.

La concentrazione degli investimenti è ineliminabile, nelle strategie illiquide/attive, e deriva dagli elevati costi di investimento (scouting, valutazione, selezione, investimento) e di gestione delle posizioni, o dalla "scarsità" ed "accessibilità" degli investimenti disponibili e di interesse.

La discrezionalità del gestore è conseguenza della bassa numerosità degli investimenti o dal modello attivo implementato, d'altra parte è dovuta all'esperienza, la capacità, l'organizzazione del team di gestione e dalle opportunità che sono in grado di individuare. Gli investimenti illiquidi/attivi devono remunerare questo fattore di rischio.

La prevalenza del rischio specifico negli investimenti illiquidi si rileva nell'ampia dispersione dei rendimenti tra gli investimenti presenti sul mercato che rende fondamentale l'attività di selezione e successivamente di controllo.

## Rischio liquidità

Il rischio di liquidità è l'aspetto più rilevante della rischiosità degli investimenti illiquidi (in misura minore per quelli attivi), in quanto determina sia la "quantità" di rischio a cui si espone l'investitore sia la "modalità" con cui può gestire il rischio.

Il rischio di liquidità è in via prioritaria determinato dalla liquidità degli investimenti ovvero dai loro flussi di cassa (investimento, distribuzione, e vendita) e struttura finanziaria, ed collegato alla loro durata di realizzo o di maturazione.

Il rischio di liquidità è, inoltre, determinato dallo sconto (NAV/valore) necessario per vendere l'investimento. Le possibilità (liquidabilità) e lo sconto necessario per vendere investimenti illiquidi può variare molto nel tempo, con sconti anche elevati nelle fasi avverse del mercato.

In considerazione degli effetti della bassa liquidità, che riduce la possibilità per un investitore di intervenire sulla allocazione e la composizione del suo patrimonio, è necessario valutare la quota da destinare a tali investimenti in coerenza con la rischiosità dell'intero patrimonio.

## Rischio di controparte

Il rischio di controparte è un evento raro (es. frode, fallimento, operativo, etc) e specifico, ovvero direttamente connesso al singolo investimento/controparte e non è determinato da eventi di mercato, per tale ragione non è modellizzabile e quindi prevedibile. .

Questa forma di rischio specifico non è diversificabile, e la probabilità dei possibili eventi dannosi aumenta al crescere del numero delle controparti. Il danno del rischio di controparte non è solo finanziario ma anche legale o reputazionale, le cui conseguenze possono superare il valore dell'investimento o della sola perdita finanziaria.

La gestione/riduzione del rischio di controparte si deve basare su due elementi, i) una accurata ed attenta attività di selezione e monitoraggio dell'investimento/fondo, monitoraggio che deve essere continuo, specializzato ed approfondito per tutta la durata dell'investimento, ii) una numerosità di investimenti che renda efficace e sostenibile l'attività di selezione e controllo e riduca oggettivamente l'esposizione al rischio.

fondi attivi, private equity, asset illiquidi, strategie flessibili, hedge fund, infrastrutture, private debt .....

Attivo/Tematico

Illiquido

Non quotato

Rischio specifico

Rischio liquidità

Rischio di controparte

E' questo l'investimento che cercavo?

Che esposizione al rischio determina?

Il prezzo e le commissioni sono giuste?

Che rischi determina la sua struttura finanziaria?

E' il miglior gestore di questa specializzazione?

La struttura e l'esperienza della Società sono adeguate?

.....?

«dispongo della governance adeguata per investire in questi strumenti?»

## Caratteristiche dei nuovi investimenti (oggi):

- Ampio universo investibile e spettro di investimento
- Stile di gestione attivo (vs passivo)
- Bassa liquidità
- Bassa liquidabilità
- Scelte di investimento «tematiche»
- Investimenti «concentrati»
- Orizzonte di investimento/maturazione anche lungo
- Assenza di mercati regolamentati di negoziazione (private vs listed)

## Attenzione a:

- rischio specifico (gestore, stile di gestione, modello di investimento etc.)
- rischiosità amplificata dalla bassa liquidità, dalle concentrazioni e dalla struttura finanziaria
- significatività dei prezzi scarsa
- forte sensibilità alle condizioni del mercato ed alle annate (vintage)
- valutazione complessa degli investimenti
- individuazione e realizzazione degli investimenti difficile, gestione e valorizzazione complessa e specialistica

Gli investimenti attivi, illiquidi e di lungo termine sollecitano gli aspetti fondamentali della gestione finanziaria:

- Allocazione/implementazione;
- Specializzazione;
- Selezione;
- Rapporto di agenzia, allineamento degli interessi;
- Costi;
- Esecuzione;
- Controllo.



La governance è la predisposizione (e la capacità) di una organizzazione di funzionare in maniera coerente e sistematica con i propri obiettivi; è costituita da tre elementi principali:

Struttura istituzionale	Funzione, statuto, regolamenti, patti, accordi, diritti, rappresentanza, organi, ecc..
Persone	Persone, preparazione, capacità, responsabilità, deleghe, funzioni, esperienza, ecc..
Processi	Procedure, strumenti, organizzazione, frequenza, decisioni, informazione, trasparenza, processi, ecc..

1. Rendere tempestivi ed efficaci gli interventi funzionali e gestionali che determinano le performance nel medio-breve periodo, senza dover intervenire sulla governance;

2. Perseguire le performance di lungo periodo attraverso l'evoluzione della struttura istituzionale, delle persone e dei processi.

## Capacità di innovazione

L'Economia e i mercati sono dei generatori di innovazione, incentivati dai guadagni offerti da nuove opportunità e dalla capacità di trasferire i rischi. Un investitore può beneficiare di questa innovazione se è in grado di valutarla, capirla, e gestirla, consapevole di dover anche cambiare la propria organizzazione per poter fare questo.

La governance deve essere in grado di beneficiare dei vantaggi dell'innovazione mediante la capacità di valutare e capire nuove opportunità di investimento, ed applicando al contempo nuovi modelli gestionali ed operativi; consapevole che gli strumenti e le procedure di controllo e gestione dei rischi di oggi possono essere inadatte per i nuovi investimenti.

## Gestione efficiente delle controparti

L'attività di un Investitore (Fondo Pensione) si basa sull'utilizzo di soggetti esterni, primi fra tutti i gestori a cui è delegata la gestione finanziaria. La selezione, l'affidamento, la valutazione e la gestione è un tema organizzativo complesso che coinvolge le competenze e le procedure del Fondo, ma vede anche una asimmetria informativa tra le parti oltre a potenziali fonti di conflitti di interesse.

La governance deve essere in grado di gestire questa condizione complessa (agency issue) al fine di dotare il Fondo dei migliori gestori ed altre controparti, in grado di supportarlo al meglio per il raggiungimento degli obiettivi .

- L'investimento in strumenti illiquidi, attivi e di lungo termine pone elementi di attenzione specifici per la struttura organizzativa, gestionale e deliberativa dell'Investitore, in altre parole per la «governance».
- L'individuazione dei «temi» di investimento deve essere strutturata, formalizzata e disciplinata.
- Le attività di selezione, controllo e verifica continuativa sono fondamentali per il raggiungimento degli obiettivi ed il contenimento dei rischi.
- La valutazione dei nuovi investimenti (illiquidi, attivi etc.) deve sempre essere compatibile con la governance dell'investitore. Prima evolve la governance poi cambiano le forme di impiego; la valutazione di nuovi investimenti deve essere uno stimolo al cambiamento/miglioramento.
- La capacità di misurare, analizzare e valutare il rischio: specifico, di liquidità e di controparte è il pre-requisito per investire in strumenti illiquidi, attivi e di lungo termine .
- L'investitore deve allocare i costi (di gestione, selezione ed investimento) ed i rischi nella maniera più efficiente.



Davide Cipparrone

davide.cipparrone@mangustarisk.com

Lara Pederzoli

lara.pederzoli@mangustarisk.com

Andrea Canavesio

andrea.canavesio@mangustarisk.com

Londra

132-134 Lots Road  
Chelsea, London SW10 ORJ

New York

145 Avenue of the Americas  
New York, NY 10013

Roma

Via Giulia, 4  
IT-00186 Roma

[www.mangustarisk.com](http://www.mangustarisk.com)