

---

## Soluzioni Solide: oltre il Liquido e l'Illiquido

This material is proprietary to MangustaRisk and may not be disclosed to any third party without MangustaRisk's written permission. Any unauthorized use, duplication or disclosure is prohibited. Although the information contained in this document has been obtained from sources MangustaRisk believes to be reliable, we do not warrant or guaranty that such information is accurate or complete. MangustaRisk is not acting as your financial advisor.

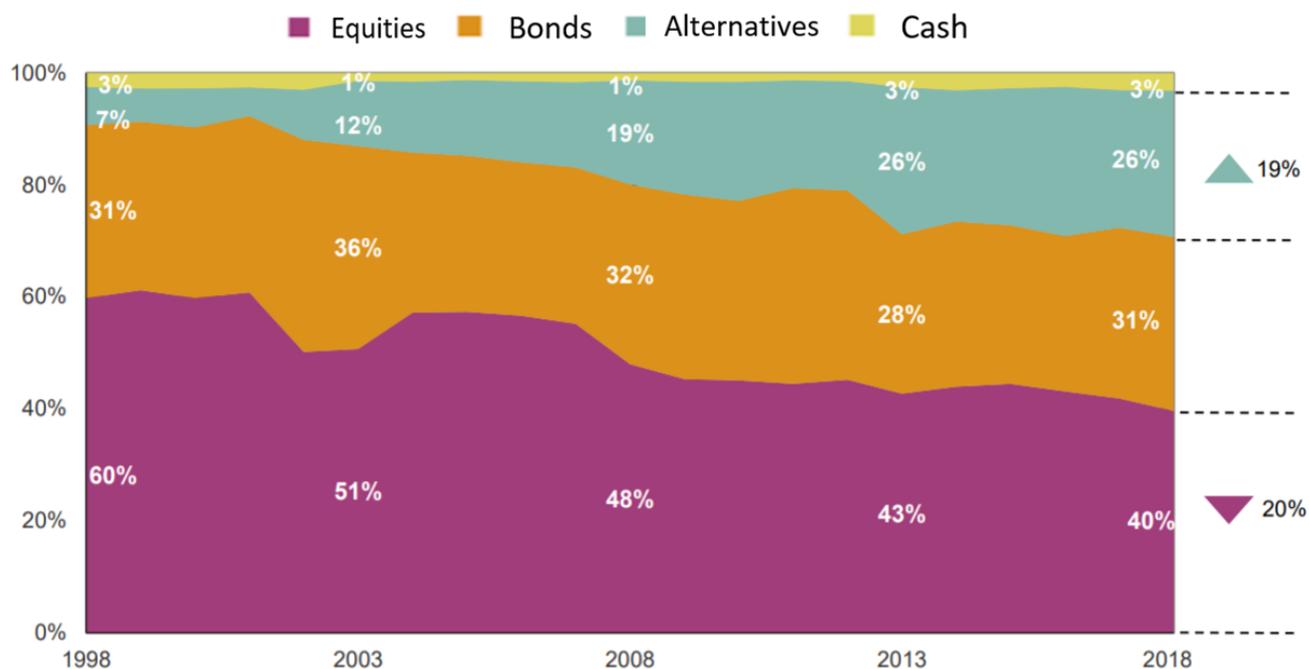
Ragusa, 27 settembre 2019

Un investitore «istituzionale» è alla ricerca di un Portafoglio Solido (Robusto), ovvero di un portafoglio che permetta di raggiungere i propri obiettivi mediante risultati adeguati (rendimento obiettivo/target) e stabili nel tempo (volatilità contenuta).

Il modo, da parte dell'investitore di perseguire tale obiettivo, cambia continuamente



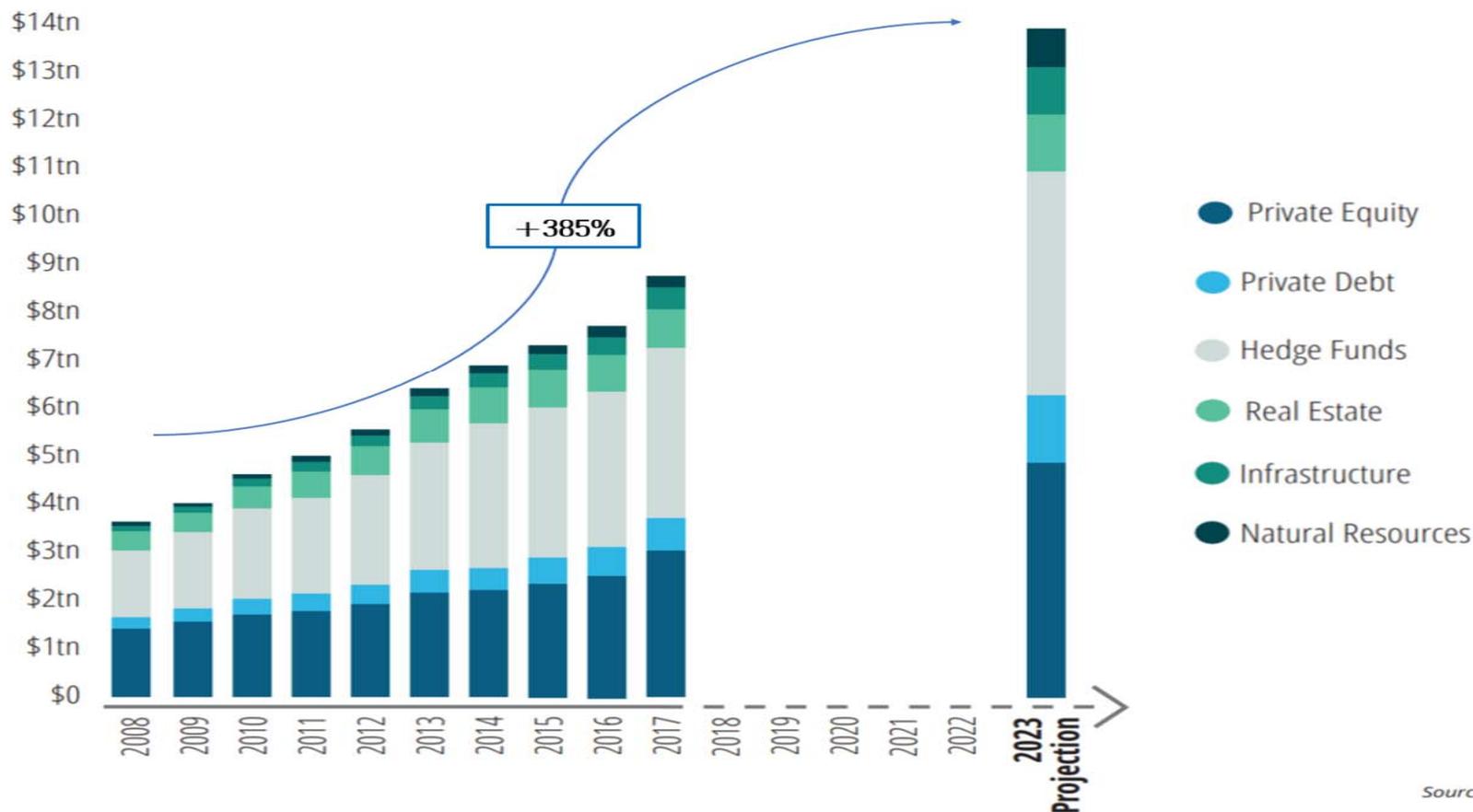
La composizione dei portafogli cambia nel tempo ma l'obiettivo è lo stesso



Source: Thinking Ahead Institute

Negli ultimi anni l'investimento nei Private Markets (Private Equity, Private Debt, Real Estate, Infrastructure, Natural Resources) ha rappresentato la principale risposta degli Investitori Istituzionali alla ricerca di soluzioni solide.

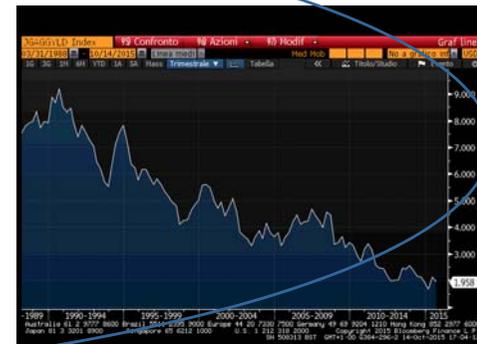
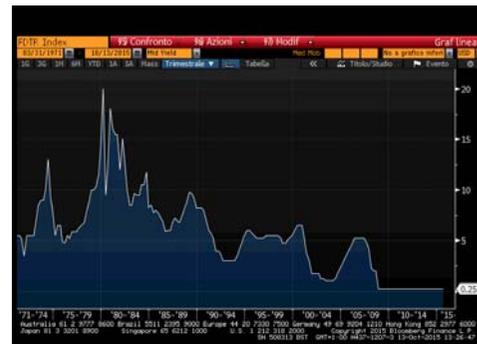
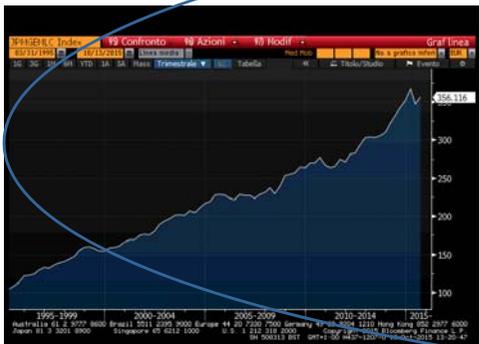
### Assets under Management by Asset Class



Source: Preqin

Mercati Finanziari: Prezzi ai massimi storici (e i rendimenti?)

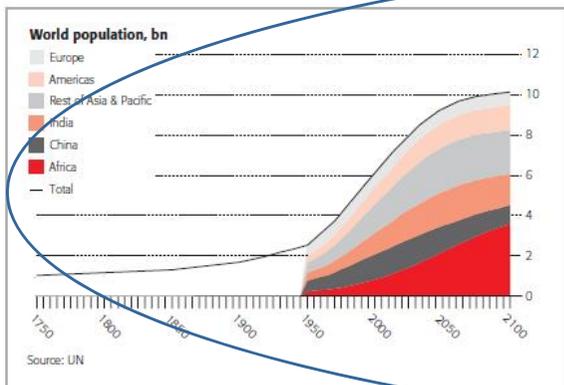
Rischi Finanziari: molto elevati



## Componente Finanziaria

Dinamiche demografiche, esigenze ambientali, trasformazioni socio-economiche .....

Scarsità di capitali di lungo termine. I finanziatori tradizionali (Stati e Banche) non possono più investire



## Componente Socio-Economica

Quali sono i principali motivi per cui gli Investitori Istituzionali investono in Private Markets?

1. Rendimenti attesi allineati e superiori ai rendimenti target dell'investitore (Liquidity Premium)
2. Contributo positivo alla diversificazione del portafoglio (Decorellazione)
3. Allineamento dell'orizzonte temporale dell'investitore - Asset&Liabilities Managment
4. Stabilità del prezzi - Volatilità ridotta

Negli ultimi anni altre motivazioni stanno diventando sempre più rilevanti:

1. Impatto sociale (ESG)
2. Impatto di missione

Questo è l'oggetto del nostro desiderio

Ma non è detto che sia la realtà

I presidi di vigilanza e quindi gli Investitori tendono a classificare gli investimenti tra:

- Investimenti liquidi: ovvero strumenti negoziati su mercati regolamentati e competitivi (TUF Dlgs 58/1998), ovvero attività che possono essere facilmente ed immediatamente convertite in contanti nei mercati senza determinare una perdita rispetto al loro valore di mercato (Basilea 2013)
- Investimenti illiquidi: tutto il resto

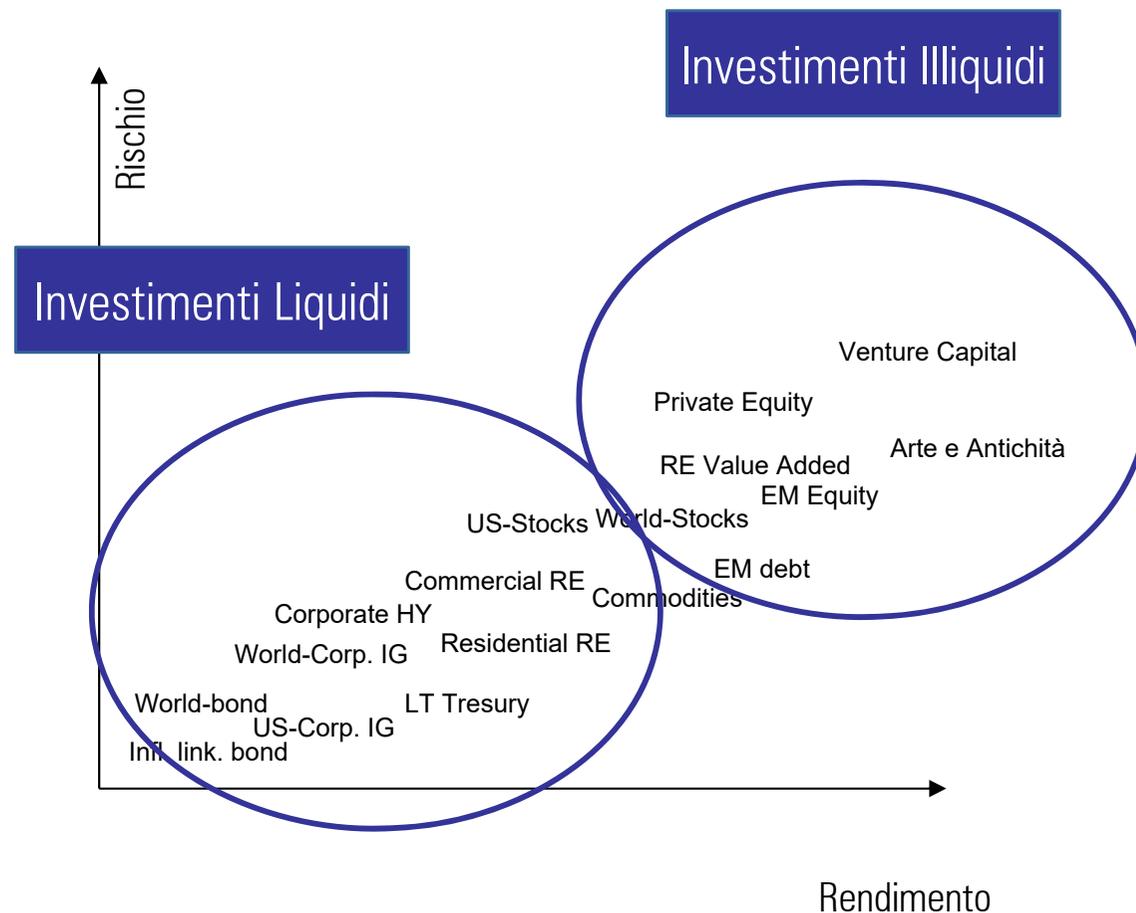
A livello più intuitivo e pratico un investimento è definito liquido quando:

- Si compra/vende sui mercati velocemente. Presenza di un mercato regolamentato che permette di operare in un contesto protetto, con regole predefinite e note
- Si compra/vende in grandi quantità. Volumi scambiati adeguati al proprio investimento che rende minimo l'impatto della domanda/offerta
- Si compra/vende con un impatto minimo/trascurabile sul suo valore di mercato. Valori denaro/lettera (bid ask spread) minimi.

Questa classificazione è «corretta» MA non esprime il rischio di liquidità del nostro portafoglio!

In base alle caratteristiche sopra citate il portafoglio viene suddiviso in due componenti: componente liquida e componente illiquida.

Investimenti Liquidi	Monetario	Liquidità e Strum. Monetari
	Obbligazionario Governativo	Titoli di Stato Euro
		Inflazione Euro
		Stato Mondo ex EMU
	Obbligazionario Societario IG	Corporate IG Europa
		Corporate IG ex-Europa
	Obbligazionario Alto Rendimento	Corporate HY / Credit
		Bond Em Mkts (Hrd Ccy+ Loc)
	Azionario	Azionario Europa
		Azionario Globale ex-Europa
Azionario Mercati Emergenti		
Investimenti Illiquidi	Alternativo	Absolute return illiquido
		Private Equity
		Private Debt
		Infrastrutture
		Beni Reali
		Immobiliare
		Partecipazioni & Mission Related



Questa classificazione è «corretta» MA non esprime il rischio di liquidità del nostro portafoglio

## COMPONENTE LIQUIDA

Monetario	Liquidità e Strum. Monetari
Obbligazionario Governativo	Titoli di Stato Euro
	Inflazione Euro
	Stato Mondo ex EMU
Obbligazionario Societario IG	Corporate IG Europa
	Corporate IG ex-Europe
Obbligazionario Alto Rendimento	Corporate HY / Credit
	Bond Em Mkts (Hrd Ccy+ Loc)
Azionario	Azionario Europa
	Azionario Globale ex-Europa
	Azionario Mercati Emergenti

## COMPONENTE ILLIQUIDA

Liquidity Premiumu remunera:

- Costi esogeni (transazione, esecuzione, implementazione, gestione,...)
- L'orizzonte temporale dell'investimento
- L'asimmetria di informazioni
- La mancanza di track record certo

Private Markets	Absolute return illiquido
	Private Equity
	Private Debt
	Infrastrutture
	Beni Reali
	Immobiliare
Partecipazioni & Mission Related	

Shock/Stress Finanziario (evento avverso): situazione in cui un forte ed improvviso cambiamento di atteggiamento, da parte degli investitori, verso una o più classi di attivo, determina una rilevante domanda di liquidità e contemporaneamente una carenza di offerta di liquidità

LA COMPONENTE LIQUIDA PUO' AVERE UN ELEVATO RISCHIO DI LIQUIDITA'

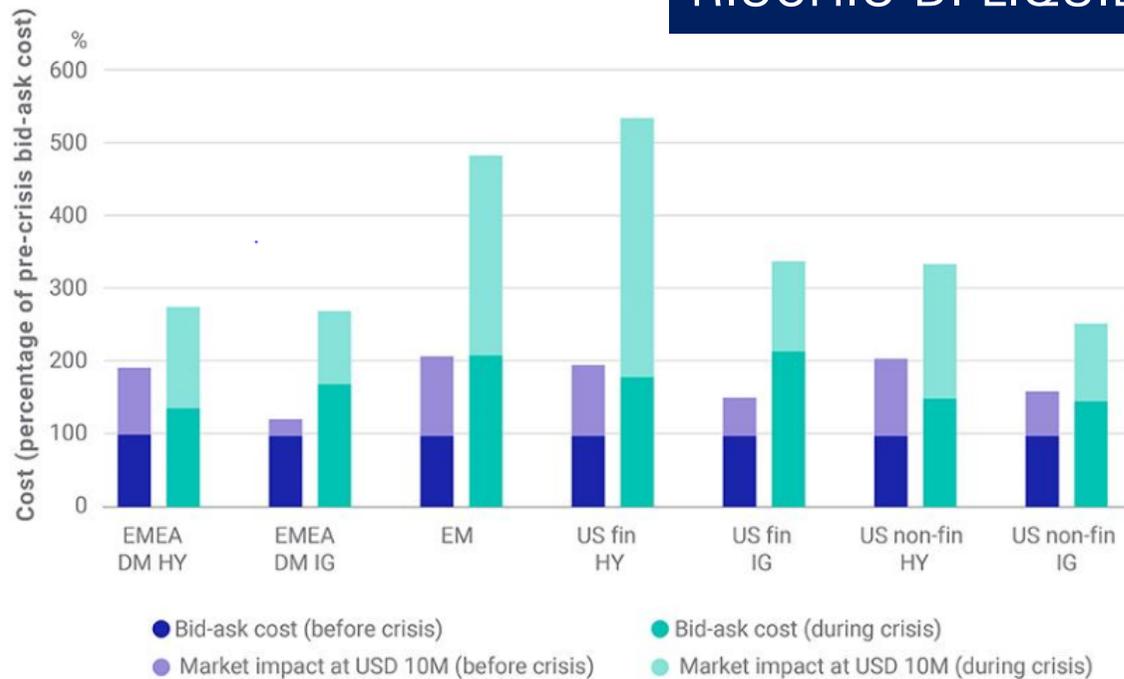
LA COMPONENTE ILLIQUIDA E' «PRIVA» DI RISCHIO DI LIQUIDITA'

- Si compra/vende sui mercati velocemente
- Si compra/vende in grandi quantità.
- Si compra/vende con un impatto minimo/trascurabile sul suo valore di mercato.

I Periodi di shock finanziario sono caratterizzati da:

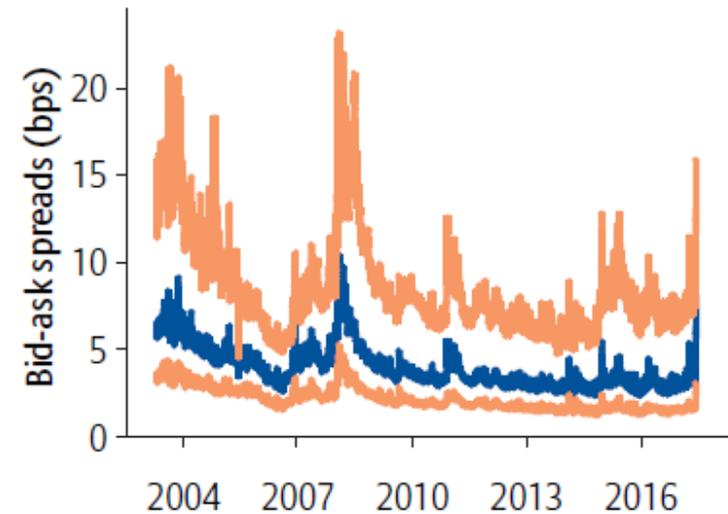
- Assenza di transazioni su alcuni punti della curva governativa
- Incremento significativo dei bid/ask spread sulla componente obbligazionaria (fino a 500bps sui titoli HY)
- Incremento significativo dei bid/ask spread sulla componente azionaria

The impact of the 2008 liquidity stress on the bond market



## RISCHIO DI LIQUIDITA'

Bid-ask spread for S&P 500 stocks (High-Median-Low)



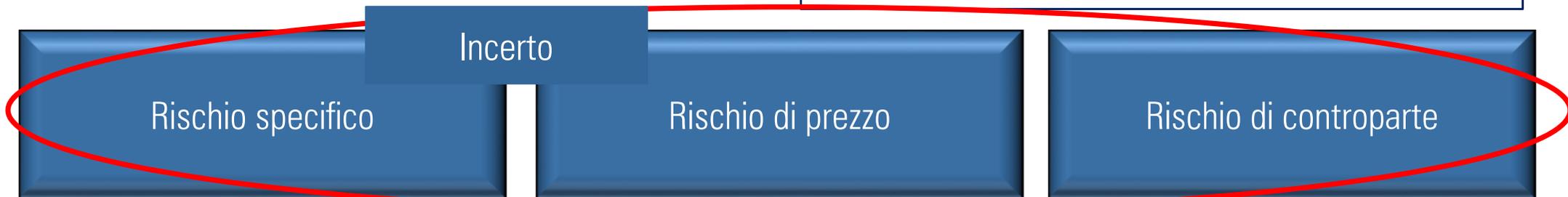


## Più Rendimento?

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

## Più Rischio?

- rischio specifico (gestore, stile di gestione, modello di investimento etc.)
- 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
- rischiosità amplificata dalla bassa liquidità, dalle concentrazioni e dalla struttura finanziaria



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.

Un portafoglio solido (robusto) è un portafoglio che mi permette di raggiungere obiettivi adeguati (rendimento target), ovvero essere sostenibile e pagar tempo per tempo gli impegni presi (solvibile) senza determinare un impatto negativo sul resto del patrimonio.

**SOLVIBILITA'**  
(delle prestazioni)

**ADEGUATEZZA**  
(delle prestazioni)

**SOSTENIBILITA'**  
(del fondo)

In caso di shock finanziario il rischio di liquidità diventa concreto nella componente liquida del patrimonio, rendendo molto rischiose le operazioni di vendita di tutti i titoli in portafoglio (componente liquida ed illiquida).

Ogni volta che aumento la quota illiquida devo essere consapevole che potenzialmente aumentano le sollecitazioni sul patrimonio che devono essere assorbite o contenute dalla componente liquida, oppure da come è costruita la componente illiquida.

Un portafoglio solido ha un processo di investimento solido, ovvero gli investimenti sono selezionati in base al contributo che portano al portafoglio nel suo complesso in termini di redditività, rischiosità e diversificazione

# Soluzione Solide: cosa rende un portafoglio solido?

Un portafoglio solido è un portafoglio che ha un processo di investimento solido, ovvero:

- Una buona governance che mi permette di agire tempestivamente sul portafoglio;
- Investimenti in grado di distribuire cedole e dividendi adeguati alle esigenze del portafoglio. In assenza di rendimenti, diventa sempre più importante per la sostenibilità del portafoglio la sua capacità di generare flusso di cassa;
- Modelli gestionali Liabilities Driven Investments (LDI) che pongono le passività (ovvero gli impegni finanziari) al centro delle scelte di investimento, in modo da costruire un portafoglio tendenzialmente immune alla variazioni improvvise della liquidità dei mercati.

Investimenti Liquidi

Investimenti Illiquidi

Investimenti Liquidi	Monetario	Liquidità e Strum. Monetari	Rischio di mercato	
	Obbligazionario Governativo	Titoli di Stato Euro		Rischio di credito
		Inflazione Euro		
		Stato Mondo ex EMU		
	Obbligazionario Societario IG	Corporate IG Europa		Rischio di liquidità
		Corporate IG ex-Europe		
	Obbligazionario Alto Rendimento	Corporate HY / Credit		Rischio specifico
		Bond Em Mkts (Hrd Ccy+Loc)		
	Azionario	Azionario Europa		Rischio operativo
		Azionario Globale ex-Europa		
Azionario Mercati Emergenti				
Investimenti Illiquidi	Alternativo	Absolute return illiquido	Rischio di controparte	
		Private Equity		
		Private Debt		
		Infrastrutture		
		Beni Reali		
		Immobiliare		
Partecipazioni & Mission Related			Rischio di prezzo	

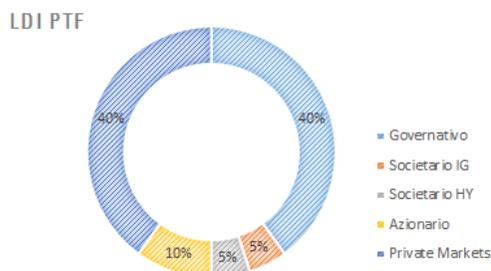
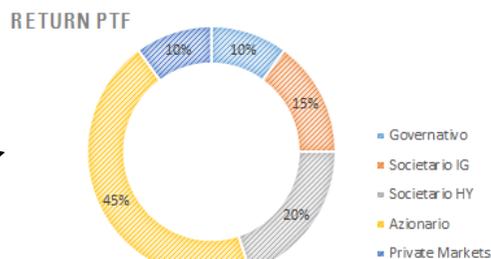
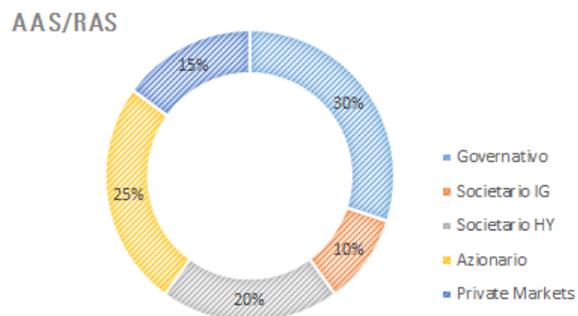
## OBIETTIVI:

**ADEGUATEZZA**  
(delle prestazioni)  
**TOTAL RETURN**

**SOLVIBILITA'**  
(delle prestazioni)  
**LIABILITIES DRIVEN**

**SOSTENIBILITA'**  
(del fondo)  
**MISSION/ESG**

Private markets ben si prestano al perseguimento degli obiettivi di un Investitore Istituzionale ma devono entrare in un modello di investimento ben strutturato che vada oltre l'anagrafica delle asset class.



La quota ottimale di investimenti in Private Markets per un portafoglio di un Investitore Istituzionale è funzione di:

- Modello gestionale adottato
- La propria Governance
- Caratteristiche dell'investimento



Davide Cipparrone

[davide.cipparrone@mangustarisk.com](mailto:davide.cipparrone@mangustarisk.com)

Lara Pederzoli

[lara.pederzoli@mangustarisk.com](mailto:lara.pederzoli@mangustarisk.com)

Andrea Canavesio

[andrea.canavesio@mangustarisk.com](mailto: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 A. Kircher, 7  
 IT-00197 Roma

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