

# Vittorie di lungo periodo

Solo con un approccio ben diversificato e di lungo periodo può essere assicurato un rendimento soddisfacente, a patto certo di adottare una strategia d'investimento attiva e flessibile.



**Giacomo Malinverno, Analyst di Lagom Multi Family Office. A lato, il peso stupefacente che gli investimenti alternativi sono arrivati ad avere all'interno dei portafogli d'investimento degli endowments universitari e dei fondi pensione statunitensi.**

## Asset Allocation: volano gli alternativi (in %)

	1986	1990	1994	1998	2002	2004	2008	2019
Hedge Fund			2,4	6,2	14,7	17,9	23,1	20,5
Distressed Securities and Event Arbitrage		0,10	2,1	2,4				
Immobiliare	2,3	4,4	4,2	6,9	5,9	5,0	7,5	6,5
Venture Capital		3,7	4,5	4,4	4,7	4,4	4,0	9,0
Leveraged Buyouts		1,4	2,1	3,8	4,2	4,2	10,1	13,6
Materie prime		1,1	1,1	0,9	1,9	2,5	6,5	6,0
Altro	1,6	1,3	1,5	2,0	2,2	3,2	2,3	2,4
<b>Total Alternatives</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>54</b>	<b>58</b>

**I**l Fondo Sovrano Norvegese, con i suoi 1275 miliardi di dollari a fine 2020, è il più grande al mondo. Il Paese scandinavo, diventato ricco dopo la scoperta di uno dei più consistenti giacimenti petroliferi, ha pensato bene di destinare parte delle ingenti risorse al Government Pension Fund Global, una sorta di grande fondo pensione il cui obiettivo è investire i soldi in modo responsabile e con una visione di lungo termine, a beneficio del futuro della nazione.

La storia del Fondo può essere paragonata, con le dovute proporzioni, a quella di tanti imprenditori, ancora in attività o che hanno già liquidato la partecipazione, che si ritrovano a dover gestire patrimoni rilevanti, spesso attraverso un'asset allocation, focalizzata su asset liquidi e prodotti obbligazionari, che da anni vede comprimersi le potenzialità di rendimento e che, in prospettiva, non sembra poter soddisfare le legittime esigenze e gli obiettivi di protezione e crescita. A ragion veduta, il fondo norvegese ha recentemente rilevato il 50% di un progetto eolico offshore nei Paesi Bassi dal valore di 1,4 miliardi di euro.

Una decisione importante e carica di significato per almeno due ragioni: la transizione dal petrolio al vento, e la scelta di lanciarsi nel primo investimento diretto non quotato da parte del più grande investitore del mondo che, fino all'anno scorso (in base al mandato conferitogli dal Parlamento), poteva investire solo in azioni, obbligazioni e real estate.

Senza rendersene conto, i grandi patrimoni godono del vantaggio più importante quando si parla di investimenti: un orizzonte di investimento a lungo termine ed esigenze di liquidità limitate. Tuttavia, la strategia d'investimento di molti investitori facoltosi non si è adattata al contesto di mercato e, spesso, non beneficia in modo appropriato del fattore tempo. Ma cosa significa beneficiare del fattore tempo? In altri termini, come investono il Fondo Sovrano Norvegese, le grandi casse pensione e i fondi di investimento delle università statunitensi (tutti ottimi esempi di investitori il cui sguardo volge molto lontano)?

Il modello d'investimento dei grandi investitori istituzionali è stato coniato e reso popolare dalle università statunitensi,

in particolare quella di Yale, durante gli ultimi decenni. Si caratterizza per una bassa allocazione al reddito fisso e per le alte percentuali riservate a hedge fund e investimenti illiquidi nei mercati privati (Private Equity, Venture Capital, Private Debt etc.). Uno studio del 2020 di Bny Mellon prende in analisi performance e asset allocation di alcuni dei maggiori endowment e delle maggiori fondazioni statunitensi (93 in tutto). La ricerca mostra molto chiaramente le seguenti percentuali: circa 31% di azionario e 16% di obbligazionario; circa 19% in hedge fund; 17% in private equity e circa 6% in real estate e altri beni reali (infrastrutture e commodities); 2% liquidità e 9% in 'others'.

I dati del Nacubo, la National Association of College and University Business Officers, mostrano qualcosa di interessante: come sia cambiata nel tempo la quota di investimenti alternativi all'interno dei portafogli degli endowments universitari e dei fondi pensione statunitensi.

Sorprende, o almeno dovrebbe, come la somma di parte azionaria e obbligazionaria sia arrivata a pesare anche meno del 50% del portafogli. A fine 2019 la quota di alternativi pesava in media il 58%, stravolgendo la classica semplificazione del 'quota equity - quota bond' con cui spesso si indica, attraverso due soli numeri, l'allocazione e la rischiosità del portafoglio.

## Performance annualizzate

(in %)

Decade	Grandi	Media	Piccoli	60/40 Passivo
2019	9.0	8.4	7.7	10.5
2009	6.1	4.0	3.9	1.5
1999	14.0	12.9	12.3	14.6
1989	15.0	13.7	12.7	14.8
1979	4.6	4.5	4.5	5.6

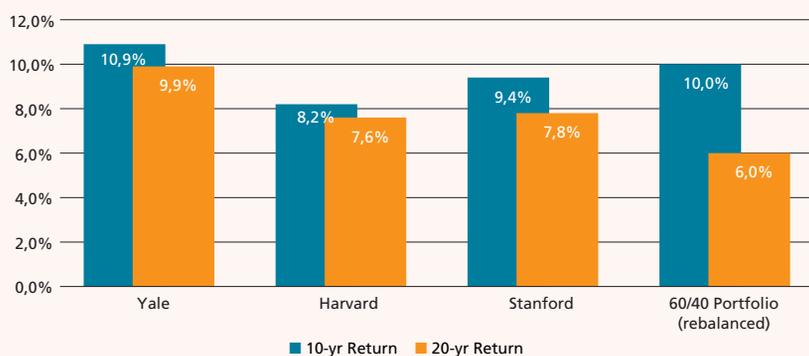
Quello dei grandi investitori istituzionali è un approccio che comprende tutto e supera la ritrosia nei confronti dei mercati privati, degli asset reali (principalmente dovuta all'illiquidità) e degli hedge fund, allocando metà del portafoglio a queste classi d'investimento.

Sulla carta, questa combinazione di asset class permette di bilanciare il portafoglio e diluire i rischi, migliorandone il profilo di rischio-rendimento nel lungo periodo. Ad esempio, gli hedge fund possono beneficiare della decorrelazione rispetto al mercato azionario, così come il mercato immobiliare. Il private equity può offrire invece un significativo premio di illiquidità rispetto al public equity, mentre le materie prime (come petrolio e metalli), in un contesto di tassi bassi e d'incertezza economica, hanno la capacità di proteggere dal rischio di recessione e inflazione.

Tuttavia, dati alla mano, questi assunti di base non danno sempre i frutti sperati. Infatti, una pubblicazione del 2020 di Dennis Hammond analizza la performance a lungo termine del campione di investitori istituzionali all'interno dell'archivio dati di Nacubo. Il periodo di analisi va dal 1968 a giugno 2019 e il risultato è alquanto interessante: il rendimento medio annuo netto degli investitori istituzionali (che si dividono in 'piccoli' e 'grandi') è stato dell'8,1% annuo contro il 9,1% di un portafoglio a benchmark 60/40.

Ciò detto, mentre la media decennale dei rendimenti degli istituzionali perde, nel confronto con il portafoglio passivo, quattro decenni su cinque, se si considerano solo i 'grandi player' il risultato cambia e gli endowments perdono 'solamente' tre a due. Il divario più significativo si è realizzato nell'ultima decade, 2009-2019, non a caso decennio di straordinarie perfor-

## Ritorni di portafoglio a 10 e 20 anni (dati a VI-2020)



Fonte: Bny Mellon

mance dello S&P 500. La migliore performance da parte delle entità più rilevanti è sintomatica dell'importanza di avere accesso, per quanto riguarda il mondo degli investimenti alternativi, ai migliori gestori (track record consolidato) e a un approccio profondamente diversificato in termini di strategie, vintage year (anno d'investimento) e aree geografiche. Naturalmente, per avere tutto questo e per garantire una due diligence accurata e professionale, le dimensioni contano molto.

**«Senza rendersene conto, i grandi patrimoni godono del vantaggio più importante quando si parla di investimenti: un orizzonte d'investimento a lungo termine ed esigenze di liquidità limitate. Tuttavia, la strategia d'investimento non si è adattata al contesto di mercato e, spesso, non beneficia in modo appropriato del fattore tempo»**

A titolo di esempio, guardando alle performance di tre college endowment di successo (Yale, Harvard e Stanford) e dalle dimensioni sopra la media, nel caso di un orizzonte temporale di dieci anni il paragone con un portafoglio 60/40 quasi non regge, solo Yale è stata in grado di sovraperformare l'investimento passivo di circa un punto percentuale per anno. Al contrario, estendendo la finestra temporale su cui calcolare il ritorno storico fino a vent'anni e, cosa non di poco conto, considerando anche fasi di mercato 'ordinarie',

**A livello di allocazione e rendimento del portafoglio d'investimento le dimensioni contano ancora molto, e spesso sono in grado di fare la differenza, soprattutto in situazioni di alta volatilità, e mercati contrastati. Nel caso degli alternativi l'accesso ai migliori gestori, e alle più sofisticate strategie d'investimento assumono un ruolo più che significativo.**

al contrario del lungo periodo di bull market iniziato nel 2009, il beneficio degli investimenti alternativi appare evidente. Tutti e tre gli endowment fund mostrano un ritorno medio annuo superiore di almeno 1,5 punti percentuali rispetto al portafoglio passivo, segno che i più 'grandi' hanno tutte le ragioni per sostenere un'asset allocation di questo tipo.

In conclusione, diversificazione, orizzonte di lungo periodo ed esposizione agli investimenti alternativi unita a una sensibile riduzione della quota obbligazionaria, sono gli elementi strutturali che caratterizzano i grandi investitori. La teoria insegna che questo posizionamento consentirà loro di far fronte a importanti oscillazioni di valore a breve termine ma anche di beneficiare dei frutti derivanti da investimenti illiquidi a lungo termine. Ciò detto, diverse ricerche sono concordi nell'affermare che, in termini di rischio-rendimento, si ottengono migliori risultati solamente passando attraverso condizioni e opportunità 'privilegiate', riservate ai grandi investitori. È bene dunque che l'investitore sappia valutare le condizioni di accesso al mondo degli alternativi se vuole beneficiare davvero dei suoi vantaggi e non rischiare di sottoperformare un tipico ma semplice benchmark 60/40.