

Investment Focus

Teorema di un'asset class strategica: i titoli infrastrutturali quotati nei listini globali

Introduzione

Negli ultimi anni il settore delle infrastrutture ha acquisito un peso sempre più rilevante nei portafogli multicomparto degli investitori istituzionali, a causa di una serie di caratteristiche d'investimento convenienti, tra le quali rendimenti corretti per il rischio appetibili in termini storici, vantaggi di diversificazione¹ derivanti dalle basse correlazioni con altre classi di attivi, la capacità di generare reddito corrente e una potenziale protezione dall'inflazione. Per di più gli investitori istituzionali hanno prevalentemente preferito accedere agli investimenti d'infrastruttura attraverso veicoli non quotati di private equity oppure investendo direttamente negli attivi stessi, in qualità di coinvestitori di un fondo o mediante un'esplicita proprietà. Questa preferenza è attribuibile alla capacità di far fruttare ingenti volumi di capitale contemporaneamente, oltre che al privilegio di un maggiore controllo sugli attivi e di meno frequenti valutazioni mark-to-market rispetto agli investimenti in titoli infrastrutturali quotati. Benché questo metodo di approdare agli investimenti infrastrutturali continuerà a esercitare un certo fascino sugli investitori, siamo del parere che una via alternativa per investire in titoli infrastrutturali quotati possa offrire molti dei benefici insiti nell'investimento diretto nei mercati core delle infrastrutture, insieme ai potenziali vantaggi aggiuntivi di una maggiore liquidità, di commissioni più basse e di una più ampia diversificazione a livello geografico, normativo e industriale. A dire il vero, considerato che la quantità di capitale destinato ai veicoli infrastrutturali di natura privata continua a crescere e supera gli attivi in vendita nei mercati diretti,² si potrebbe anche argomentare che investendo in titoli

AUTORI



TED BIGMAN

*Managing Director
Morgan Stanley
Investment Management*



MATT KING

*Managing Director
Morgan Stanley
Investment Management*

¹ La diversificazione non elimina il rischio di perdite.

² Preqin, *Preqin Quarterly Update: Infrastructure*, T3 2015. Attualmente quello delle polveri estinguenti (capitale impegnato non ancora investito) ammonta a 115 miliardi di dollari Usa ed è probabile che aumenti, visto che i fondi presenti sul mercato sono intenti a raccogliere ulteriori 96 miliardi di dollari Usa.

infrastrutturali quotati è possibile accedere a un universo investibile³ più ampio, creando al tempo stesso le opportunità per beneficiare delle frequenti inefficienze di prezzo dovute al pricing giornaliero mark-to-market e alla liquidità. Riteniamo pertanto che l'investimento in titoli infrastrutturali quotati racchiuda un migliore potenziale per conseguire rendimenti allettanti rispetto all'investimento di tipo privato in titoli infrastrutturali non quotati per generi simili di attivi su un orizzonte di lungo periodo.

In cosa consiste l'investimento infrastrutturale?

Investire in infrastrutture vuol dire allocare il capitale in attività materiali (ad es. terreni e strutture) che forniscono servizi essenziali alla società e aiutano l'economia a funzionare e a crescere. È la natura essenziale "intrinsecamente cruciale" di questi attivi a rendere le infrastrutture un investimento così interessante – per effetto della loro essenzialità oltre che dell'intensità di capitale delle attività (gli attivi infrastrutturali richiedono tradizionalmente ingenti somme di capitali iniziali per costruire e mantenere) le società di progettazione infrastrutturale si muovono abitualmente in un ambiente di scarsa elasticità della domanda nell'arco di un ciclo economico nonché con scarsa competizione. I servizi di pubblica utilità, ad esempio, come la fornitura di acqua potabile o elettricità, saranno sempre richiesti, a prescindere dalla domanda economica sottostante. Dato il costo potenzialmente esorbitante di ricreare/duplicare una rete di scala delle utility su una vasta area urbana, per non parlare delle resistenze politiche e sociali alla riassegnazione e posa in opera dei duplicati di condotte idriche, linee di trasmissione, stazioni di trasformazione ecc., tali attività infrastrutturali tendono a operare in regime di monopolio nelle giurisdizioni in cui forniscono i servizi. Questa combinazione di stabilità della domanda, pianificazione patrimoniale pluriennale e posizione di monopolio nel mercato tende a tradursi in un profilo di flussi finanziari, altamente visibile e più stabile, segno distintivo di un investimento infrastrutturale "core". Più in generale illustriamo di seguito una sintesi delle caratteristiche comuni degli investimenti in infrastrutture.

- Essenziali per la società o l'economia
- Vita utile di lunga durata
- Posizione di monopolio/semi-monopolio sul mercato o alte barriere all'ingresso
- Operatività in un quadro regolamentato e/o resistenza alla ciclicità economica
- Capacità di produrre flussi finanziari più stabili, prevedibili, spesso legati all'inflazione
- Difficoltà di replicazione per via dei costi di realizzazione elevati e della scarsità delle risorse

Anche se questi attributi tracciano una caratterizzazione generale, occorre comunque accennare ad alcune sfumature. Innanzitutto, e intuitivamente direi, esiste una differenza in termini di rischio e prevedibilità dei flussi finanziari tra un'attività infrastrutturale di nuova realizzazione, che non ha alcuna storia di esercizio – detta attività *greenfield* – e una che esiste da decenni, vanta una lunga storia di esercizio e viene definita attività *brownfield*. Le attività *greenfield* tendono a conseguire rendimenti maggiori sul capitale investito commisurati al rischio più alto, mentre le attività *brownfield* tendono a registrare rendimenti inferiori commisurati al rischio più basso. Conseguentemente la componente reddituale di un'attività *greenfield* potrebbe inizialmente essere inferiore di quello di un'attività *brownfield*, viste le maggiori esigenze di reinvestimento e la minore prevedibilità dei flussi finanziari. Inoltre i target di rendimento possono oscillare nell'ambito di attività simili, in funzione di dove è ubicata l'attività e della giurisdizione nella quale opera. Siccome molte attività infrastrutturali beneficiano di un rendimento regolamentato sul capitale investito, erogato da un soggetto governativo (per effetto del regime di monopolio o semi-monopolio in cui operano e al fine di impedire la cannibalizzazione dei prezzi), oppure sono disciplinate da contratti (nel caso di una concessione o di attività contrattualizzate) lo stato di diritto è un aspetto che merita particolare considerazione quando si investe in infrastrutture. Malgrado l'ampia asserzione, la maggior parte degli investitori in infrastrutture interessati a un'esposizione core alle infrastrutture ricercano investimenti brownfield nei mercati dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo (Ocse) per via del più alto livello di stabilità intrinseca. A nostro avviso un'allocatione attraverso i titoli infrastrutturali quotati può soddisfare il desiderio di esposizione e il profilo rischio-rendimento auspicati dagli investitori.

Tipologie di infrastruttura

Se i due capisaldi sono intensità di capitale e fornire un servizio essenziale all'economia e alla società – gli elementi comuni che uniscono le attività infrastrutturali – in quali comparti e aree di business si trovano queste attività? Gran parte delle attività (e società, come proprietari di portafogli di attivi) si trovano nei quattro comparti dell'energia, delle utility, delle comunicazioni e dei trasporti (ossia la "infrastruttura economica") oltre che in una quinta area denominata "infrastruttura sociale". Queste macrocategorie settoriali sono sintetizzate nella *Figura 1*.

- **Utility** – Le attività che afferiscono a questo settore riguardano principalmente le reti di fornitura dei servizi di pubblica utilità, quali elettricità, gas naturale o trasporto e stoccaggio dell'acqua nonché realtà selezionate di produzione dell'energia. Nella maggior parte dei casi tali attività sono regolamentate con un rischio di volume ridotto o addirittura assenza e senza alcun rischio per i prezzi delle materie prime o dell'energia, fatta eccezione per le centrali elettriche convenzionali. Per le attività meramente regolamentate, la remunerazione si basa solitamente sul "costo del servizio", attraverso il quale la società che fornisce

³ Più avanti nella trattazione, la sezione intitolata "L'universo investibile dei mercati pubblici: uno sguardo agli indici", presenta un'analisi completa della dimensione del mercato quotato.

Figura 1 – Universo d'investimento

UTILITY	ENERGIA	COMUNICAZIONI	TRASPORTI	SOCIALI
				
<ul style="list-style-type: none"> • Elettricità, trasmissione e distribuzione • Distribuzione gas naturale • Acqua • Rinnovabili 	<ul style="list-style-type: none"> • Società di condotte • Midstream del petrolio e del gas (raccolta di gas naturale, trasformazione, stoccaggio, frazionamento, servizi di trasporto e marketing) 	<ul style="list-style-type: none"> • Torri wireless • Operatori satellitari in orbita fissa 	<ul style="list-style-type: none"> • Aeroporti • Strade a pedaggio • Porti • Ferrovie 	<ul style="list-style-type: none"> • Strutture di assistenza sanitaria • Strutture formative • Strutture correttive

Le presenti informazioni riflettono le opinioni del team di gestione del portafoglio. Tali opinioni possono cambiare senza preavviso a seguito del mutare delle circostanze o delle condizioni di mercato. Tutte le informazioni sono fornite a solo scopo informativo.

i servizi di pubblica utilità percepisce un certo rendimento dal capitale investito, i cui tassi di rendimento sono soggetti a revisioni periodiche. I produttori di energia percepiscono un rendimento basato sul volume di energia prodotta e sul prezzo dell'energia, generalmente stabilito come funzione del carburante sottostante marginale utilizzato per produrre quell'energia (ad es. carbone, gas naturale ecc.) in un determinato paese o in una certa regione. Sebbene vari da una zona geografica all'altra, alcune attività del settore delle utility godono di una vera e propria remunerazione per l'inflazione, che fornisce una copertura a tutti gli effetti. Quasi tutte le attività operano come monopoli naturali, date le loro dimensioni e i costi, dove ancora una volta le centrali elettriche rappresentano un'eccezione.

- **Energia** – Nel settore dell'energia le attività infrastrutturali tendono a collocarsi nel segmento “intermedio” della catena del valore. Tali attività possono includere linee di trasmissione e di distribuzione a lunghe e brevi distanze, linee di raccolta per il petrolio greggio, gas naturale e sottoprodotti del gas naturale; impianti di stoccaggio; stabilimenti di raccolta e trasformazione del gas naturale; impianti di frazionamento che separano gli elementi della corrente del gas naturale nelle loro componenti e altre attività simili. Nella maggior parte dei casi queste attività sono incentrate sul trasporto, sulla trasformazione o sullo stoccaggio di materie prime prodotte dalle società di produzione ed esplorazione a monte per la fornitura ai clienti a valle (ad es. le società di raffinazione servizi di pubblica utilità). Le attività tendono a essere contrattualizzate o regolamentate e l'esposizione ai prezzi e ai volumi delle materie prime varia da un'attività all'altra.
- **Comunicazioni** – Le attività infrastrutturali nell'ambito delle comunicazioni consistono nelle torri wireless e di radiodiffusione nonché nei satelliti in orbita fissa. Queste attività fungono sostanzialmente da spina dorsale della telefonia e trasmissione dati wireless, Hdtv, e servizi internet

nelle diverse aree geografiche. È importante ricordare che i vettori wireless e di rete fissa, insieme alle società di servizi via cavo, sebbene inclusi in molti fondi orientati al reddito, non sono tradizionalmente contemplati nella definizione di infrastruttura, in quanto forniscono il servizio vero e proprio e competono sulle tariffe con gli altri operatori. Concorrere sul prezzo fa sì che nel tempo i rendimenti economici potrebbero esserne erosi e questo spiega perché tali attività sono di norma escluse dalla definizione di infrastruttura. Torri e satelliti vengono generalmente remunerati su base contrattuale e i clienti vettori “affittano” uno spazio dell'attività. In linea di massima torri e satelliti conseguono degli adeguamenti dei canoni di locazione basati sull'inflazione o su una data percentuale con cadenza annuale.

- **Trasporti** – Queste sono le attività materiali che consentono il trasporto di merci e persone e consistono in strade a pedaggio, aeroporti, porti marittimi e ferrovie. Le attività sono generalmente regolamentate o svolte in virtù di una concessione di lungo periodo, laddove un operatore è titolare dei diritti atti a percepire i flussi finanziari dall'attività per un determinato periodo di tempo prima di restituirla al governo. Tali attività tendono a essere molto vulnerabili al ciclo economico delle altre aree infrastrutturali per via dell'esposizione a scambi e commercio. La maggior parte delle attività infrastrutturali del settore dei trasporti percepisce un pricing di tipo extra-inflativo (in virtù di una norma o a causa dell'economia di mercato).
- **Infrastrutture sociali** – Il settore delle infrastrutture sociali riguarda i contratti tra soggetti privati e governo finalizzati alla costruzione e al funzionamento di impianti che somministrano servizi essenziali per un dato periodo di tempo in cambio di una tassa di concessione. Diversamente da quanto avviene per le infrastrutture economiche, il cliente finale / debitore dell'infrastruttura sociale è il governo, per cui il rischio di controparte è tendenzialmente

molto basso. Esempi di progetti di infrastrutture sociali sono l'amministrazione delle strutture di assistenza sanitaria (ospedali, cliniche), scuole e carceri.

Il più delle volte alle attività che rientrano in tutte le categorie sopra citate si può accedere attraverso i mercati quotati e non quotati delle infrastrutture. L'unica area meno accessibile del mercato quotato delle infrastrutture concerne le infrastrutture sociali, benché questo universo stia crescendo con alcune recenti offerte Ipo. Una netta distinzione tra investimento pubblico e privato in queste categorie sta nel fatto che investendo nei mercati pubblici gli investitori acquisiscono un'esposizione a molteplici attività allo stesso tempo, visto che la maggior parte delle società di infrastrutture quotate possiede portafogli di attivi, mentre con gli investimenti privati l'enfasi ricade sulle singole attività.

La definizione del team Global Listed Real Assets di Morgan Stanley

In un'ottica di alto profilo, se si dovessero includere tutte le società e le attività delle cinque macrocategorie industriali descritte nella *Figura 1* nella definizione di infrastruttura, il volume d'investimento potenziale sarebbe molto grande. A sostegno di questa tesi, gli studi sui fabbisogni infrastrutturali stimano che le necessità di spesa supereranno i 70.000 miliardi di dollari Usa entro il 2030.⁴ Altri puntano sulla dimensione dell'universo di titoli infrastrutturali quotati, mentre il più grande indice di capitalizzazione del mercato attribuisce a tale universo un valore di 2.700 miliardi di dollari Usa.⁵ Anche se un universo investibile sconfinato potrebbe apparire alllettante agli occhi di qualcuno, crediamo che un universo meglio delimitato sarebbe al contempo più prudente e auspicabile per le ragioni seguenti. Innanzitutto alcune delle società che rientrano nelle macrocategorie illustrate sopra potrebbero presentare una certa leggerezza patrimoniale oppure potrebbero competere sui prezzi, intaccando il valore essenziale insito nell'aver considerevoli barriere all'ingresso del settore d'attività, tanto che i rendimenti economici sul capitale investito possono essere mantenuti nel corso del tempo. Secondariamente certe attività e società (come i portafogli di attivi) potrebbero ricadere nella definizione di infrastruttura in termini di intensità di capitale e barriere all'ingresso, ma potrebbero avere assetti contrattuali o di remunerazione che comportano una notevole volatilità dei flussi finanziari per il portafoglio di un investitore, il che rende le attività intrinsecamente più difficili da valutare e meno affidabili in una prospettiva di correlazione tra attivi/passivi e di reddito. Il team Global Listed Real Assets Team di Morgan Stanley Investment Management ritiene che al di là della definizione delle infrastrutture in termini di attività, la maggior parte degli investitori nei mercati delle infrastrutture è alla ricerca di un particolare profilo rischio/rendimento, in cui la stabilità dei flussi finanziari assume la massima importanza. Partendo

da questo assunto, siamo del parere che le seguenti esposizioni dovrebbero essere eliminate dalla definizione di infrastrutture di un investitore, anche se combaciano con le categorie industriali illustrate.

1. Società di servizi / Società di costruzioni / Società senza attivi reali – Contrariamente ai proprietari e agli operatori di attività infrastrutturali, gli utenti o i costruttori di tali attività che ricavano i flussi finanziari dai servizi che offrono sono di norma in competizione sui prezzi. Se da un lato alcuni servizi e contratti di costruzione possono durare per un arco di tempo molto esteso, dall'altro il periodo di remunerazione e il riaccumulo di capitale sono molto brevi per i proprietari di attivi e questo lascia spazio a un notevole rischio di ricontrattazione. Inoltre non si può fare molto per impedire alle società concorrenti di presentare offerte sui futuri contratti proposti dai clienti esistenti di una società e questo rende estremamente imprevedibili i futuri livelli di rendimento. Per i fondi pensione o di dotazione che cercano di compensare le passività legate all'inflazione su lunghi periodi di tempo, l'impossibilità di prevedere la sostenibilità del gettito dei flussi finanziari può fare di tali società un investimento inopportuno. Di conseguenza queste società non ci sembrano idonee per gli investitori infrastrutturali di lungo termine.

2. Rischio di prezzo energia/materie prime – Nonostante talune attività infrastrutturali del comparto energetico e dei servizi di elettricità rientrino nella definizione di infrastrutture in termini di intensità di capitale e barriere all'ingresso, la volatilità dei flussi finanziari può essere decisamente significativa a causa delle strutture di cash flow che dipendono dai prezzi delle materie prime (oltre ai volumi, che rappresentano un rischio tipico di molte attività infrastrutturali). Ciò appare ancora più evidente nelle attività di produzione dell'energia, dove il prezzo dell'energia è una funzione del carburante sottostante utilizzato per produrre quell'energia, e con le società di raccolta e trasformazione nell'ambito delle infrastrutture energetiche, laddove alcune attività vengono remunerate secondo criteri contrattuali di tipo "percentuale di corrispettivo", "percentuale di liquefatti" o "trattenuta dell'intero", tutti quale funzione del prezzo del gas naturale e di vari gas naturali liquefatti (Gnl). Molti investitori alla ricerca di un'esposizione core alle infrastrutture trarrebbero vantaggio dall'evitare questo genere di esposizioni, a nostro avviso, concentrandosi invece sulle aree "trasporti" nell'ambito delle infrastrutture energetiche e delle utility (come condotte a lunga e breve distanza, linee elettriche di trasmissione e distribuzione, stoccaggio e altre attività remunerate secondo un principio di "tassa di concessione per servizio" o "costo del servizio"). L'eccezione per quanto riguarda la produzione di energia nelle utility è l'energia rinnovabile, regolamentata o contrattualizzata attraverso un accordo per l'acquisto di energia elettrica (Aae). Con un'attività rinnovabile Aae o regolamentata, l'energia viene venduta alla rete elettrica a un prezzo convenuto e quindi funziona similmente a una condotta a lunga distanza o come un'altra attività basata sul volume, del tipo "tassa di concessione per servizio", in cui i flussi finanziari sono unicamente una funzione dei volumi (ad es.: ricavi = volume per prezzo stabilito).

⁴ Ocse, *Fostering Investment in Infrastructure*, gennaio 2015.

⁵ Cfr. *Figura 2*.

Figura 2

Dati al 31 dicembre 2015

INDICE	INDICE DOW JONES BROOKFIELD GLOBAL INFRASTRUCTURE	INDICE S&P GLOBAL INFRASTRUCTURE	INDICE MSCI ACWI INFRASTRUCTURE	INDICE MACQUARIE GLOBAL INFRASTRUCTURE 100	INDICE FTSE GLOBAL CORE INFRASTRUCTURE 50/50
COMPONENTI	95	75	260	100	218
CAP. MERCATO (CORRETTA PER FLOTTANTE)	\$712B	\$880B	\$2,747B	\$1,273B	Usd 1.502 mld
CRITERI DI SELEZIONE	Approccio di puro investimento che valuta i flussi finanziari delle società (le operazioni infrastrutturali devono rappresentare oltre il 70%).	I titoli sono raggruppati in tre settori (combinazione dei settori Gics). 15 titoli provengono dal settore energia con peso limitato al 20%. 30 provengono dal settore trasporti e utility cadauno, con i pesi complessivi limitati al 40% rispettivamente.	Società di infrastrutture che rientrano in uno dei cinque gruppi (combinazione dei settori Gics): telecomunicazioni, utility, energia, trasporti e infrastrutture sociali.	Basati sull'analisi dei ricavi a cura di Macquarie (oltre il 50% deve provenire da operazioni infrastrutturali).	I titoli sono raggruppati in tre settori (combinazione dei rami lcb). 50% utility, 30% trasporti e 20% altro.
ENFASI	Infrastrutture core puro investimento	Esposizione infrastrutturale ampia	Esposizione infrastrutturale ampia e business correlati	100 più grandi costituenti e forte ponderazione verso le utility	Esposizione ampia incentrata sulle utility
ESPOSIZIONE GEOGRAFICA	Americhe: 59,4% Emea: 26,4% Asia: 8,6% Australia: 5,6%	Americhe: 43,9% Emea: 34,6% Asia: 10,8% Australia: 10,6%	Americhe: 46,6% Emea: 30,0% Asia: 20,2% Australia: 3,1%	Americhe: 58,5% Emea: 27,6% Asia: 10,7% Australia: 3,3%	Americhe: 57,1% Emea: 18,8% Asia: 17,1% Australia: 7,0%
RENDIMENTI ANNUALIZZATI					
1-YR	-14,40%	-11,46%	-7,39%	-12,14%	-8,05%
3-YR	4,89%	4,78%	5,48%	4,56%	6,88%
5-YR	8,77%	5,09%	4,70%	3,84%	8,30%
7-YR	12,62%	7,86%	6,53%	4,71%	7,70%
10-YR	8,80%	5,94%	5,93%	4,73%	n/a

La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri. Consultare la nota informativa per le definizioni degli indici.

Nell'ambito delle infrastrutture quotate è difficile eliminare del tutto le esposizioni descritte sopra, in virtù del fatto che le società quotate possiedono portafogli di attivi. A ogni modo riteniamo che sia prudente adottare una definizione di infrastruttura che in linea generale tende a minimizzare tale esposizione. Un elemento di distinzione rilevante in questo contesto è che crediamo sia importante per gli investitori concentrarsi sulla stabilità dei flussi finanziari, pur ammettendo che la stabilità del cash flow potrebbe non sempre tradursi nella stabilità del corso azionario. Sebbene la stabilità dei flussi finanziari possa avere una certa influenza sulla volatilità del corso azionario, gli attori del mercato azionario possono generare una volatilità del corso azionario per certi titoli nel breve termine, il che può a sua volta creare opportunità in termini di valore o arbitraggio di cui un gestore attivo può avvantaggiarsi.

Concludendo, per quanto concerne gli investitori infrastrutturali (contrariamente a quelli opportunistici) – sempre con l'obiettivo di ridurre la volatilità dei flussi finanziari nel portafoglio di un investitore – crediamo altresì che sia prudente avere livelli minori di esposizione alle aree dei mercati emergenti, alle infrastrutture greenfield e alle aree con una maggiore leva commerciale e cicliche, come i porti. In fatto di investimenti greenfield nei mercati emergenti, la prevedibilità dei volumi e dei rendimenti di capitale possono essere interessanti, vista la scarsa, o addirittura assente, storia di esercizio e l'assetto normativo finanziario non accertato. Per le aree più cicliche come i porti, la prevedibilità dei volumi può essere altrettanto appetibile e nelle fasi recessive il potere di determinazione dei prezzi può scomparire (visto che un porto potrebbe dover competere sul prezzo per attirare volumi).

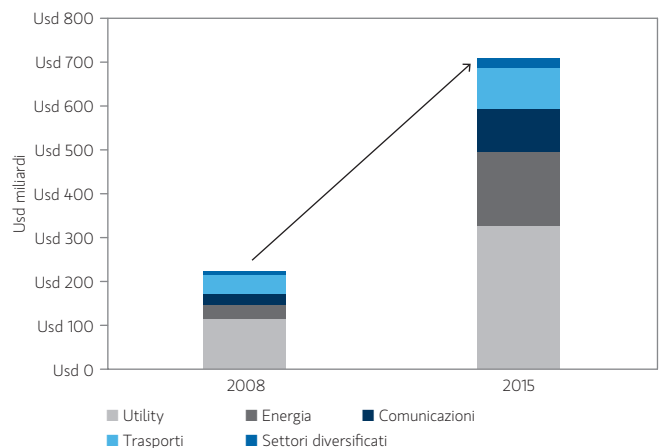
L'universo investibile dei mercati pubblici: uno sguardo agli indici

Come accennato nelle note introduttive e sviluppato nelle pagine che precedono, il team Global Listed Real Assets di Morgan Stanley Investment Management ritiene che i titoli infrastrutturali quotati possano fungere da valido riferimento dell'esposizione core al private equity infrastrutturale, ipotizzando di applicare determinati filtri alle categorie dell'industria infrastrutturale più ampia e di adottare un approccio d'investimento di lungo termine in linea con la durata della vita utile dell'asset sottostante delle società. Per gli investitori che intendono utilizzare un benchmark per calibrare la performance, posto che nessun benchmark sia perfetto, pensiamo che l'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure (indice Djbg)⁶ si comporti attualmente come il miglior riferimento. Questo per diverse ragioni. Secondo il team la più significativa di tali ragioni è la valutazione dei costituenti sulla base di un test dei flussi finanziari, osservando i settori di attività sottostanti di ogni singola società. Altri indici adottano in genere una tesi più semplicistica, utilizzando le macrocategorie industriali Gics (Standard di classificazione dell'industria globale) o i più facili test dei ricavi, che possono essere fuorvianti per le attività infrastrutturali (visto che un buon numero di voci di spesa vengono trasferite al cliente finale, per prassi normativa, e pertanto sono irrilevanti). Un secondo argomento chiave per utilizzare l'indice Djbg è che la sua enfasi sulle utility riguarda trasmissione e distribuzione, in sintonia con la definizione Morgan Stanley (l'unica eccezione sta nell'esclusione dall'indice delle energie rinnovabili contrattualizzate/regolamentate). La *Figura 2* mostra una sintesi dei vari indici a confronto.

Al 31 dicembre 2015, l'indice Djbg era composto da 95 titoli con una capitalizzazione di mercato di 712 miliardi di dollari Usa, restringendo decisamente l'ambito dell'universo d'investimento rispetto agli altri indici, con enfasi sugli attivi reali ed eliminando le attività relative ai servizi e la produzione di energia nell'ambito delle utility. La *Figura 3* illustra l'indice.

Figura 3 – Crescita della capitalizzazione di mercato dell'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure

Dati al 31 dicembre 2015



Fonte: Morgan Stanley Investment Management, FactSet, S&P Dow Jones. L'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure non comprende ferrovie e rinnovabili. Tutte le informazioni sono fornite a solo scopo informativo.

Si fa presente che l'indice Djbg non soddisfa completamente la nostra definizione di infrastrutture, in quanto si renderebbero necessari taluni aggiustamenti dell'universo per fotografare in maniera più integrale lo scenario opportunistico fruibile (ad es. con l'inclusione di società ferroviarie selezionate e società di energie rinnovabili Aaee contrattualizzate, altre società dei mercati emergenti e l'eliminazione di certe società midstream ecc.). Tenuto conto di questi aggiustamenti, l'universo Morgan Stanley dei titoli infrastrutturali quotati ha totalizzato all'incirca 1.150 miliardi di dollari Usa con una capitalizzazione di mercato su 175 titoli al 31 dicembre 2015. Va rilevato che mentre noi monitoriamo l'universo più ampio secondo la definizione Morgan Stanley, a una parte di tali società – specialmente nell'ambito dei paesi emergenti – ha minore enfasi nei nostri portafogli core. Man mano che queste società dei mercati emergenti maturano e accumulano una storia di esercizio e normativa, riteniamo che alla fine diventeranno più stabili e quindi idonee per gli investimenti infrastrutturali brownfield.

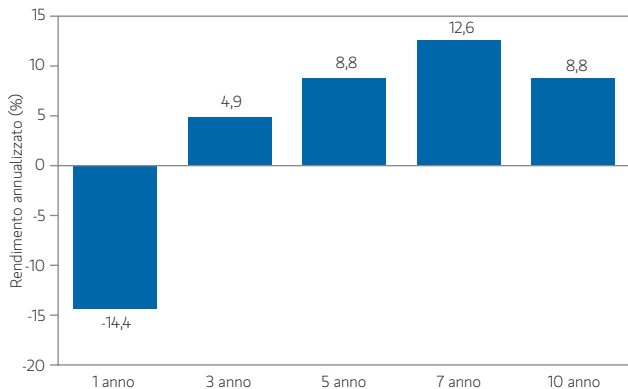
Performance d'investimento delle infrastrutture globali: i titoli dei listini come riferimento

Come già anticipato, le infrastrutture sono favorite grazie a una serie di caratteristiche d'investimento convenienti, tra le quali allettanti rendimenti corretti per il rischio, vantaggi di diversificazione derivanti dalla bassa correlazione con altre classi d'investimento, capacità di generare reddito corrente e una potenziale protezione dall'inflazione. Approfondiamo queste tematiche e confrontiamo i titoli infrastrutturali quotati nei listini globali con la performance dell'universo infrastrutturale di tipo privato, allo scopo di calibrare l'idoneità dei titoli infrastrutturali quotati quale riferimento per le controparti private.

⁶ Ai fini del presente documento, utilizziamo l'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure per rappresentare il mercato dei titoli infrastrutturali quotati. Desideriamo sottolineare che Dow Jones offre due versioni di questo indice: quella da noi utilizzata, che esclude le MLP, e un indice composito che include le MLP.

Figura 4 – Performance annualizzata dell'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure

Dati al 31 dicembre 2015



La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri. Consultare la nota informativa per le definizioni degli indici.

Allettanti rendimenti corretti per il rischio

Al fine di tracciare il profilo di rendimento delle infrastrutture – visto che la maggior parte delle società di infrastrutture operano in contesti senza elasticità della domanda con elevati livelli di regolamentazione/contrattazione – è forse facilmente comprensibile che il profilo di rendimento delle infrastrutture dovrebbe essere inferiore a quello degli investimenti più fortemente incentrati sul mercato, su settori industriali non regolamentati, ma con un rischio inferiore (definito come perdita permanente di capitale). Tale concetto di rischio inferiore è avvalorato dall'evidenza storica nei mercati creditizi, dove i tassi d'insolvenza delle società di infrastrutture sono stati di gran lunga inferiori a quelli del mercato corporate più ampio.⁷ In termini di rendimenti realizzati, nonostante il profilo di rischio più basso, l'evidenza storica convalida anche un risultato favorevole, con tassi interni di rendimento realizzati sul mercato del private equity come quelli riportati nella Figura 5, che vanno dal 5% al 19%, in base a fattori di tipo geografico, al settore industriale, alla leva nell'ambito della struttura di capitale e del livello di scadenza dell'attività (brownfield sulla fascia inferiore e greenfield su quella superiore). Da un punto di vista prospettico, le distribuzioni delle attese di rendimento azionario per le infrastrutture indicano che gran parte degli investitori istituzionali punta a un range dal 4% all'11% (nominale, annualizzato) con la grande maggioranza nel range 8%-9% (nominale, annualizzato).⁸

⁷ Secondo il recente rapporto Moody's "Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2013 Addendum", il tasso d'insolvenza cumulativo degli ultimi 10 anni per i progetti infrastrutturali basati sulle disponibilità è dell'1,3%, inferiore al tasso d'insolvenza cumulativo del 3,0% registrato per gli emittenti societari con rating -A di Moody's.

⁸ Preqin, *Preqin Investor Outlook: Alternative Assets*, 2S 2015.

Dal punto di vista del rendimento, i titoli infrastrutturali quotati a livello globale, come riflette l'indice Djbg, hanno perfettamente soddisfatto i requisiti di rendimento in termini storici, collocandosi tra il 5%-19% del range Irr e raggiungendo il target attuale dell'8%-9% nel lungo periodo. In un tale raffronto altri indici infrastrutturali – a causa dei rispettivi livelli elevati di rischio societario a essi correlato per via delle definizioni meno puntuali di infrastrutture – hanno fornito risultati contrastanti nel raggiungere il target dell'8%-9%.⁹

Considerato da una prospettiva "vintage year" (ossia stesso periodo d'inizio dell'investimento), il profilo di rendimento per i titoli quotati combacia ampiamente con quello delle infrastrutture private, a ulteriore sostegno della tesi a favore dei titoli quotati, in termini di rendimento.¹⁰

Figura 5

VINTAGE YEAR	INFRASTRUTTURE PRIVATE (IRR MEDI PREQIN)	INFRASTRUTTURE QUOTATE (INDICE DJBGI)
2006	7,9%	10,7%
2007	5,0%	8,0%
2008	9,0%	6,9%
2009	11,0%	15,8%
2010	9,2%	12,7%
2011	18,6%	12,7%
2012	11,0%	12,5%

Questa performance è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri. Consultare la nota informativa per le definizioni degli indici.

Passando al rischio, la possibilità di raffronto tra titoli quotati e privati diventa più ardua. Mentre sugli investimenti infrastrutturali privati l'opinione diffusa è che siano meno rischiosi di altre classi di attivo, per quelli quotati è possibile ricorrere a una dimostrazione empirica. Guardando in prospettiva alla riduzione di valore permanente del capitale, è vero che i titoli infrastrutturali quotati hanno esibito poco rischio, in linea con i mercati privati. Tuttavia per molti investitori del mercato quotato il rischio equivale alla volatilità. Si può sostenere che la volatilità non rispecchia necessariamente il rischio, soprattutto nel breve termine. Infatti la volatilità a breve termine, a nostro parere, benché percepita come negativa, si manifesta come scambio,

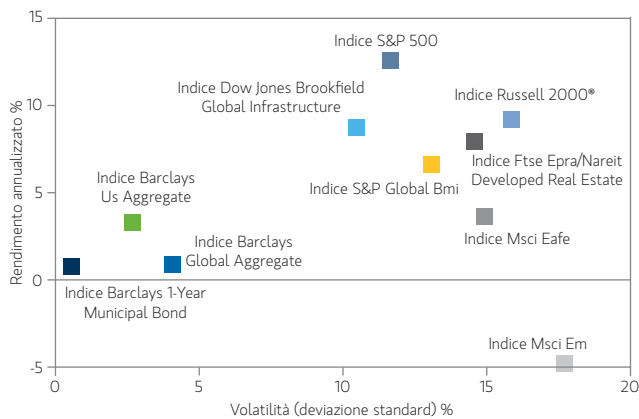
⁹ Come dimostrato nel raffronto del rendimento dell'indice totale nella Figura 2. Per un'illustrazione grafica dell'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure consultare la Figura 4.

¹⁰ I rendimenti delle infrastrutture private sono tratti dal *Preqin Quarterly Update: Infrastructure*, T3 2015 e riportano gli Irr medi per ogni vintage year disponibile (ossia gli Irr si riferiscono a tutti i fondi recensiti che hanno iniziato in un determinato anno e sono calcolati fino alla data più recente disponibile, generalmente dal 31 marzo 2015 al 30 giugno 2015). I "vintage" dei titoli infrastrutturali quotati sono generati ipotizzando che un investimento sia partito all'inizio di un dato anno e sono calcolati fino al 30 giugno 2015 per giungere a un raffronto equo.

precisamente maggiore liquidità e potenziale possibilità di acquistare attività con valutazioni interessanti rispetto ai mercati privati quando le quotazioni scendono. Detto ciò, sebbene non condividiamo la visione secondo cui la volatilità è un rischio, un confronto tra titoli infrastrutturali e universo azionario più ampio rispecchia tuttora un più basso profilo di volatilità (pur conservando un livello di rendimento analogo). La *Figura 6* presenta il confronto rischio/rendimento su diversi indici tradizionali.

Figura 6 – Raffronto quinquennale rischio/rendimento

Dati al 31 dicembre 2015



Fonti: Morgan Stanley Investment Management, S&P Dow Jones, Russell, Msci, Ftse, Barclays. Tutte le informazioni sono fornite a solo scopo informativo.

Gli investimenti comportano dei rischi, tra cui la possibile perdita del capitale. In generale gli investimenti nel reddito fisso sono soggetti ai rischi di credito e di tasso d'interesse. I titoli esteri sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi degli investimenti nei paesi emergenti sono maggiori di quelli degli investimenti esteri in paesi sviluppati. Prima di investire gli investitori dovrebbero esaminare scrupolosamente i rischi di ogni classe di attivo.

Un altro modo di considerare il livello di rischio è osservare la rappresentazione “rialzista/ribassista” delle società di infrastrutture quotate rispetto ai mercati azionari globali più ampi. Come si può vedere nella *Figura 6* durante lo stesso periodo di cinque anni i titoli infrastrutturali hanno intercettato soltanto il 72,1% dei mercati ribassisti rispetto all'azionario globale, mentre sono comunque riusciti a intercettare ben il 77,7% dei mercati rialzisti con una sovraperformance di oltre 200 punti su base annua durante quel periodo.¹¹

¹¹ Nei cinque anni fino al 31 dicembre 2015, l'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure è salito all'8,8%, mentre l'S&P Global Bmi ha raggiunto il 6,6%.

Se gli investitori volessero confrontare direttamente la volatilità dei titoli infrastrutturali quotati con quella degli analoghi privati, diremmo che l'approccio più prudente sarebbe considerarle entrambe con un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Siamo consapevoli che probabilmente i titoli quotati esibiranno più volatilità nel breve termine, ma ancora una volta vorremmo sottolineare che il vantaggio della liquidità consente agli investitori impegnati in titoli quotati di beneficiare delle disparità di prezzo nel breve periodo. A nostro avviso, considerati in un'ottica di medio-lungo periodo (ossia da cinque a dieci anni o più), i titoli infrastrutturali quotati non dovrebbero evidenziare maggiore volatilità di quanto farebbero i mercati privati, se la frequenza delle valutazioni si normalizzasse (magari rilevando i titoli quotati soltanto su base trimestrale o annuale). Dato che la maggior parte degli investitori istituzionali sono di lungo termine, questo appare il raffronto più opportuno ed è anche più coerente con la durata della vita utile dell'asset delle infrastrutture.

La diversificazione beneficia delle basse correlazioni con altre classi di attivo

Tradizionalmente gli investitori del mercato privato cercano di migliorare il rapporto ottimale rischio/rendimento di un portafoglio d'investimento, conseguendo al tempo stesso risultati modesti dagli investimenti d'infrastruttura. Per raggiungere questo obiettivo, gli investitori del mercato privato hanno generalmente puntato su un'allocatione nel range dell'1%-10% del proprio portafoglio complessivo.¹² Benché secondo l'opinione condivisa degli investitori del mercato privato un investimento nelle infrastrutture private può ottimizzare la loro allocatione complessiva, noi replichiamo che un'allocatione ai titoli infrastrutturali quotati possa offrire analoghi vantaggi.

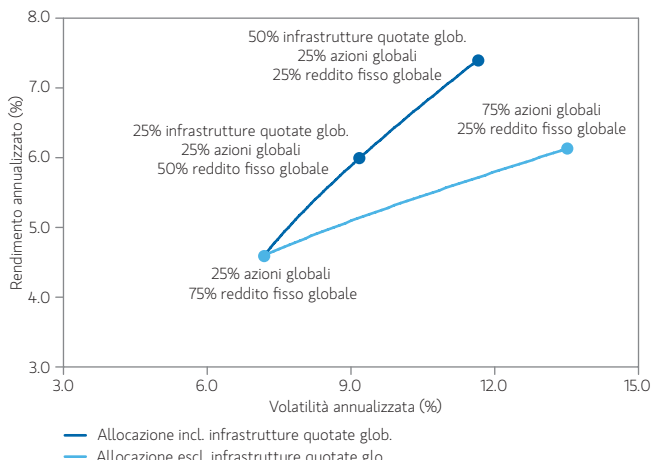
Come illustra la *Figura 7*, abbiamo confrontato le frontiere efficienti di un'allocatione in azioni globali e titoli del reddito fisso globale con un'altra che aggiunge al paniere titoli infrastrutturali quotati globali. In base ai dati storici, la nostra analisi indica che l'inclusione dei titoli infrastrutturali quotati globali potrebbe potenzialmente ottimizzare la frontiera efficiente, come evidenziato dal fatto che il portafoglio complessivo delle infrastrutture ha registrato in generale rendimenti superiori rispetto al portafoglio composto esclusivamente da azioni globali e titoli del reddito fisso globale a livelli normalizzati di rischio.¹³

¹² Preqin, *Preqin Quarterly Update: Infrastructure*, T3 2015. Per gli investitori istituzionali con allocatione nelle infrastrutture private, le allocationi target sono le seguenti: inferiore all'1%: 9%; 1-4,9%: 42%; 5-9,9%: 32%; oltre il 10%: 17%.

¹³ 13 Analisi delle frontiere efficienti nella *Figura 7* fornita da FactSet per il decennio conclusosi il 31 dicembre 2015 in funzione dei rendimenti mensili. Gli indici sono stati utilizzati come riferimento per le azioni globali (S&P Global Bmi), reddito fisso globale (Barclays Global Aggregate) e titoli infrastrutturali quotati globali (Dow Jones Brookfield Global Infrastructure). La frontiera efficiente che esclude le infrastrutture fissa i range per le azioni globali e il reddito fisso globale al 25%-75%. La frontiera efficiente che comprende le infrastrutture fissa i range per le azioni globali e il reddito fisso globale al 25%-75%, mentre i titoli infrastrutturali quotati globali sono stati aggiunti con un range dello 0%-50%. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri.

Figura 7 – Frontiera efficiente storica

Dati al 31 dicembre 2015

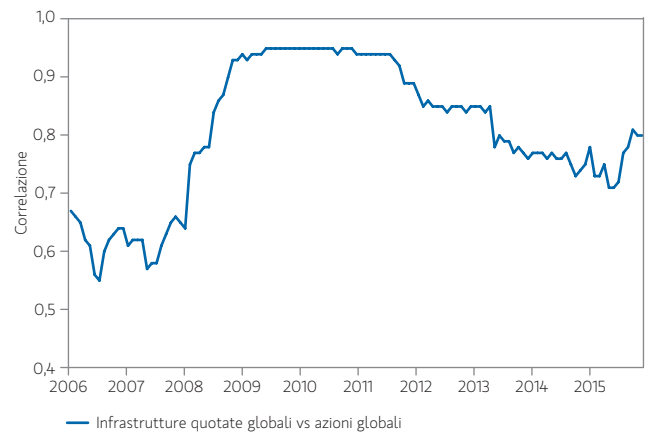


La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri. Consultare la nota informativa per le definizioni degli indici.

In termini di correlazioni, analogamente alle nostre precedenti osservazioni, mettiamo in guardia dall'ipotizzare che gli investimenti in titoli quotati e privati siano confrontabili nel breve termine. È vero che le infrastrutture quotate hanno espresso una maggiore correlazione ai mercati azionari globali rispetto agli investimenti non quotati; pur tuttavia tali correlazioni si sono impennate negli anni della "crisi creditizia" 2008-2009 e da allora hanno imboccato la strada della discesa.¹⁴ Per di più, benché la direzione dei rendimenti possa essere stata simile tra i mercati azionari più ampi e le infrastrutture quotate, l'ampiezza del rendimento è risultata considerevolmente diversa (come evidenzia la rappresentazione rialzista/ribassista sopra). Inoltre con i titoli infrastrutturali quotati gli investitori si concentrano su un piccolo segmento dell'universo azionario più ampio, dove l'indice Djbgj che rappresenta soltanto l'1,7% del mercato azionario globale complessivo.¹⁵ Riteniamo quindi che i titoli infrastrutturali quotati rappresentino un diversificatore adatto al portafoglio multicomparto di un investitore.

Figura 8 – Correlazione mobile di 36 mesi

Dati al 31 dicembre 2015



Fonti: Global Listed Infrastructure, indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure; Global Equity, indice S&P Global Bmi. Secondo una correlazione mobile di 36 mesi in dollari Usa. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri.

Capacità di generare reddito corrente

Da tempo le infrastrutture sono ricercate per la loro capacità di concorrere alla generazione di flussi finanziari stabili di lungo termine. Questa caratteristica ha fatto sì che molti investitori istituzionali si siano rivolti a questa classe di attivo per assicurarsi un flusso di reddito¹⁶ più affidabile, una riflessione che ha acquisito sempre maggior peso in considerazione dell'orientamento prospettico e dello scenario di rendimenti modesti nei mercati tradizionali del reddito fisso. I fondi infrastrutturali core di private equity distribuiscono solitamente un buon livello di reddito corrente, cosa che sono capaci di fare nelle fasi iniziali di vita del fondo, data la loro enfasi sulle attività brownfield che non hanno bisogno di tempo per incrementare i flussi finanziari. Anche le strategie su infrastrutture quotate potrebbero offrire una componente interessante di reddito grazie ai privilegiati profili di cash flow. Tali strategie potrebbero tuttavia non essere percepite come depositarie dello stesso livello di affidabilità del reddito, visto che si tratta di azioni.

Un semplice raffronto dimostra che i titoli infrastrutturali possono offrire un livello di reddito superiore rispetto a quello delle azioni globali. Al 31 dicembre 2015 l'indice Djbgj offriva un rendimento da dividendo del 4,2%, vincendo sulle azioni globali, per le quali l'indice S&P Global Bmi evidenziava un rendimento da dividendo del 2,6%. Concordiamo sul fatto che le strategie su infrastrutture quotate variano nei rispettivi approcci, alcuni dei quali puntano alla distribuzione del reddito, mentre altri sono più focalizzati sui rendimenti totali di lungo periodo. Nonostante ciò un investitore può benefi-

¹⁴ Come dimostrato nella Figura 8, le correlazione triennale dell'indice Dow Jones Brookfield Global Infrastructure relativa all'S&P Global Bmi è balzata fino a 0,95 durante la crisi del credito, ma da allora è scesa a 0,80 (al 31 dicembre 2015).

¹⁵ Dati al 31 dicembre 2015 con l'indice the S&P Global Bmi come riferimento per le azioni globali.

¹⁶ Preqin, *Preqin Investor Outlook: Alternative Assets*, 2S 2015.

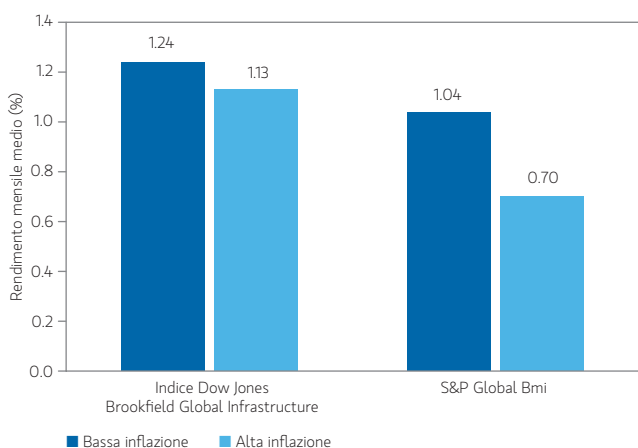
ciare della capacità delle attività infrastrutturali sottostanti di generare flussi finanziari stabili, a prescindere dall'approccio strategico alle distribuzioni.

Potenziale protezione dall'inflazione

Le attività infrastrutturali, del mercato pubblico o privato, godono di una protezione dall'inflazione in virtù delle loro strutture remunerative. Per quanto riguarda le infrastrutture regolamentate e contrattualizzate, le società hanno diritto a un rendimento "reale" sul capitale investito, oltre all'esplicita compensazione per l'inflazione nei paesi in cui sono domiciliate le attività. Per le attività maggiormente incentrate sul mercato, anche se la protezione non è esplicita, il potere di determinazione dei prezzi segue generalmente l'andamento dell'inflazione (in quanto l'operatore deve coprire i costi dell'inflazione) ed esiste un "floor" sulla valutazione in termini di costo di sostituzione (in termini nominali, monetari funzionali all'inflazione). Gli operatori del mercato privato ponderano questo aspetto delle infrastrutture, visto che i flussi finanziari dell'investimento dovrebbero salire con l'aumentare delle passività, formando una copertura naturale.

Figura 9 – Performance mensile media

Bassa inflazione vs alta inflazione



La performance dell'indice è riportata esclusivamente a scopo illustrativo e non intende rappresentare la performance di alcun investimento specifico. I rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri. Consultare la nota informativa per le definizioni degli indici.

Sebbene sia difficile replicare la protezione dall'inflazione del mercato privato in una prospettiva di fruibilità, viste le differenze nelle date di acquisto e nei periodi di detenzione dei vari attivi, la tesi a favore della protezione dall'inflazione viene tradizionalmente accettata in virtù del tipo di attività detenute. Va puntualizzato che siccome le società di infrastrutture quotate detengono attività analoghe, l'osservazione del comportamento dei titoli infrastrutturali quotati dovrebbe anche corroborare tale a favore delle infrastrutture private. Se consideriamo la performance delle infrastrutture quotate rispetto ai mercati azionari globali più ampi, è evidente che le valutazioni, almeno sul piano storico, hanno tenuto meglio nei periodi d'inflazione elevata, avvalorando la tesi secondo

cui i titoli infrastrutturali quotati offrono un certo livello di protezione dal rialzo dell'inflazione.¹⁷

Per concludere, pur essendo difficile fare confronti esatti tra le infrastrutture quotate e quelle del mercato privato, riteniamo che un'analisi di entrambe nel medio-lungo periodo dimostri che i titoli infrastrutturali quotati possono fornire molti dei vantaggi finanziari ai quali ambiscono gli investitori quando si orientano agli investimenti in infrastrutture.

Altre considerazioni: titoli infrastrutturali quotati e non quotati a confronto

Pur convenendo sul fatto che tale argomentazione renda avvincente la tesi dei titoli infrastrutturali quale riferimento per le infrastrutture private, sul piano finanziario, rileviamo l'esistenza di altre considerazioni anche all'atto della selezione tra due forme di esposizione. La presente sezione tratta alcune di tali considerazioni.

- **Accessibilità a un rendimento accettabile – (vantaggio: quotato).** Una delle principali preoccupazioni in materia di strategie su infrastrutture private è stata rappresentata dalle valutazioni crescenti nel momento in cui gli investitori hanno inondato di capitali questi fondi. Tra questi il fondo delle polveri estinguenti (capitale impegnato non ancora investito) ha recentemente toccato il record di 115 miliardi di dollari Usa, probabilmente destinato a salire ancora a fronte dei 155 fondi sul mercato intenti a raccogliere ulteriori 96 miliardi di dollari Usa.¹⁸ Anche se non sembra esserci carenza di fondi disposti a raccogliere capitali, il bisogno di impegnare livelli crescenti di capitale sta generando una maggiore competizione sulle negoziazioni, che hanno registrato un forte incremento dei volumi. Di fronte alla prospettiva di pagare prezzi eccessivi nelle negoziazioni o di aspettare che i livelli delle polveri estinguenti scendano, gli investitori possono ricorrere alle infrastrutture quotate per acquisire un'esposizione più immediata alla classe di attivo attraverso un universo investibile ampio, piuttosto che dover competere in una piazza sovraffollata. Per di più questo segmento relativamente piccolo del mercato azionario più ampio è ancora sprovvisto di un numero consistente di investitori focalizzati sui vantaggi di un'esposizione di lungo termine alle infrastrutture. Pertanto le strategie del segmento quotato che utilizzano un approccio d'investimento adeguato possono avere la pazienza di attendere di beneficiare delle turbative di mercato per accedere alle attività infrastrutturali a valutazioni scontate rispetto al loro valore sottostante, realizzando potenzialmente extrarendimenti rispetto a quelli disponibili nel mercato privato per lo stesso tipo di attivi.

¹⁷ I dati della Figura 9 sono forniti da S&P Dow Jones, da gennaio 2003 a marzo 2015.

¹⁸ Preqin, *Preqin Quarterly Update: Infrastructure*, T3 2015.

Dato il livello di sofisticatezza degli investitori dei mercati privati, da abbinarsi al livello delle polveri estinguenti che hanno bisogno di entrare in funzione, la probabilità che si verifichino sul mercato forti inefficienze di prezzo/turbative nel segmento privato è prevedibilmente esigua.

• **Diversificazione delle attività – (vantaggio: quotato).**

Oltre ai noti benefici della diversificazione, che consistono nell'inserire gli attivi reali in un portafoglio multicomparto, i titoli infrastrutturali quotati consentono agli investitori di diversificare in termini geografici e per tipo di attività. Tale diversificazione elimina il rischio legato a singoli attivi, presente nelle strategie del segmento privato, garantendo al tempo stesso agli investitori un'esposizione all'intero spettro delle attività infrastrutturali e nessuna concentrazione eccessiva in una soltanto di queste aree.

• **Due diligence dell'attività – (vantaggio: privato).**

Un vantaggio delle strategie su infrastrutture private sta nel fatto che spesso investono in singole attività piuttosto che in società che gestiscono una serie di attività. In abbinamento a tale aspetto e al pari di gran parte delle strategie del segmento privato, la due diligence può essere ampia, consentendo agli investitori l'accesso completo ai libri e alle registrazioni di una società del progetto, successivamente alla firma di un accordo di riservatezza. Ciò permette all'investitore di comprendere meglio l'economia a livello dell'attività attraverso una due diligence adeguata. Questa informazione allargata è in parte compensata dalla concentrazione degli investimenti, rispetto a un portafoglio più diversificato, come citato sopra.

• **Liquidità – (vantaggio: quotato).** Un inconveniente delle strategie del segmento privato è che tradizionalmente prevedono un lock-up di diversi anni che limita le opportunità di uscita di un investitore. Le strategie del segmento quotato offrono liquidità giornaliera, che non solo consente il ritiro del capitale secondo la tempistica dell'investitore (piuttosto di quella stabilita dal fondo), ma permette agli investitori anche di investire completamente oggi e di non dipendere dalla capacità delle strategie del segmento privato di impegnare il capitale. Una volta investita, questa liquidità offre agli investitori la possibilità di aumentare o diminuire in chiave tattica le proprie allocazioni in base alle condizioni di mercato.

• **Commissioni più basse – (vantaggio: quotato).** In generale le strategie del segmento quotato addebitano commissioni di gestione inferiori all'1%.¹⁹ Il più delle volte le infrastrutture private seguono invece il modello private equity, addebitando commissioni di gestione più alte, oltre alla commissione di performance, che possono ridurre significativamente i rendimenti netti attesi.

Un ultimo commento sullo stile d'investimento

Considerate le similitudini nel profilo di rendimento rispetto alle infrastrutture private, in aggiunta agli altri vantaggi potenziali delle infrastrutture quotate illustrati precedentemente, siamo del parere che i titoli infrastrutturali quotati rappresentino un riferimento credibile per le infrastrutture private. Comunque, per massimizzare i benefici potenziali di un investimento nei mercati dei titoli infrastrutturali quotati, Morgan Stanley ritiene che gli investitori dovrebbero riflettere attentamente anche sullo stile d'investimento. Vale a dire che per fungere effettivamente da riferimento per le infrastrutture private, le strategie su titoli infrastrutturali quotati devono andare oltre l'effetto di qualificare un universo di titoli. A nostro avviso queste strategie dovrebbe utilizzare un approccio d'investimento che contempra tre principi chiave: (1) privilegiare un profilo di rischio più basso nell'ambito dell'intero universo; (2) implementare un processo di tipo bottom-up; (3) conservare un orizzonte temporale di lungo periodo. Ora trattiamo nel dettaglio ogni singolo principio.

1. Privilegiare un profilo di rischio più basso. Il primo elemento di un giusto approccio ai mercati pubblici sta nel considerare non soltanto i tipi di attività infrastrutturali ricercate dagli investitori, ma anche il perché essi ricercano principalmente quelle attività. Dovremmo fare un passo indietro e ricordare che l'interesse nelle infrastrutture private è iniziato sinceramente quando gli investitori istituzionali si sono trovati nella necessità di dover individuare nuovi modi di compensare le passività – questo è avvenuto quando i tassi d'interesse sono diminuiti, impedendogli di affidarsi unicamente al reddito fisso per realizzare rendimenti sufficienti. Se consideriamo le passività della maggior parte degli investitori istituzionali, vediamo che hanno scadenze molto lunghe e solitamente crescono al tasso dell'inflazione. Da questo punto di vista è semplice comprendere come le infrastrutture abbiano conquistato sempre più popolarità, sapendo che le attività infrastrutturali possono generare un rendimento più costante e solido nel tempo, lungo abbastanza da armonizzarsi con i tipi di passività precedentemente compensate dagli investimenti nel reddito fisso. Alla luce di ciò, una strategia su infrastrutture quotate dovrebbe ambire allo stesso tipo di profilo di rendimento. Prima abbiamo dimostrato che i titoli infrastrutturali quotati e privati hanno conseguito tassi di rendimento simili, con la volatilità delle infrastrutture quotate altrettanto significativamente inferiore rispetto a quella osservata in generale dagli investitori nel segmento azionario su orizzonti temporali di lungo termine. Il restringere l'universo investibile può portare una strategia a compiere parte del cammino in questa direzione, ma nell'ambito dell'universo dei titoli infrastrutturali riteniamo che tali strategie dovrebbero orientarsi alle società che esibiscono un profilo di rischio ancora più basso, con enfasi sulla stabilità dei flussi finanziari.

¹⁹ Secondo Morningstar circa il 90% degli Us 40 Act Mutual Funds ha addebitato commissioni di gestione dell'1% o meno. Dati al 31 dicembre 2015.

2. Implementare un processo di tipo bottom-up.

Il secondo principio afferma che un approccio di tipo bottom-up è più indicato di un altro basato su posizioni macro di tipo top-down. Gli investitori desiderosi di ridurre il rischio dei propri rendimenti su un lungo periodo di tempo potrebbero riuscire orientandosi verso opportunità d'investimento che possano potenzialmente funzionare in entrambi gli scenari economici di debolezza e di forza, piuttosto che tentare operazioni "call" sul punto minimo o massimo dei cicli economici o sulle tendenze macro più ampie. Pur senza alcuna intenzione di sminuire il peso delle considerazioni di tipo macro – le tendenze in termini di traffico avranno un impatto sulle società dei trasporti, i prezzi delle materie prime sono importanti da considerare nel contesto delle infrastrutture energetiche – siamo del parere che un'analisi di tipo bottom up dei titoli infrastrutturali sia il modo migliore per gli investitori di riconoscere il valore di queste società. Proprio come le strategie su infrastrutture private sono avvantaggiate dal fatto di poter applicare una due diligence per singola attività, le strategie del segmento quotato dovrebbero aspirare a un livello di comprensione di queste stesse attività pari a quello che hanno e applicano le società in cui investono. Volendo compiere un passo avanti, questo può offrire alle strategie del segmento quotato delle opportunità in quanto i titoli partecipativi possono non di rado disallineare le attività infrastrutturali a livello di prezzo nel breve termine, spesso per via dell'umore degli investitori circa le considerazioni macro, fornendo agli investitori il potenziale per accedere a tali attività a valutazioni scontate rispetto al loro fattore critico di successo.

3. Conservare un orizzonte temporale di lungo periodo.

Il terzo e ultimo principio dell'approccio d'investimento abbina la strategia d'investimento con alle vite utili degli attivi sottostanti. Le attività infrastrutturali sono tradizionalmente longeve, con una maggiore stabilità dei flussi finanziari e del potere di determinazione dei prezzi. Detto ciò, il valore dell'attività sottostante non dovrebbe cambiare in maniera sostanziale in periodi di tempo brevi se non intervengono significativi cambiamenti strutturali (ad es. modifica dell'assetto normativo o "abbandono" dell'attività). Per gli investitori in titoli infrastrutturali quotati ciò vuol dire che il posizionamento di portafoglio non dovrebbe cambiare in modo significativo in assenza di forti oscillazioni del corso azionario, visto che i flussi d'informazione e le rilevazioni di dati di breve termine non hanno alcun influsso rilevante sul valore dell'attività sottostante. Una strategia di trading in chiave maggiormente tattica per i titoli infrastrutturali quotati offre semplicemente il fianco a un inutile "rischio azionario" e dato che il valore dell'attività sottostante non cambia, tale strategia di trading elimina il collegamento tra benefici potenziali dell'infrastruttura ed esposizione vera e propria dell'attività. In altre parole, se i movimenti del corso azionario di breve termine delle società di infrastrutture vengono utilizzati spesso per il trading in chiave tattica, l'investitore tenderà di capitalizzare il flusso di informazioni

a breve termine e non il valore sottostante dell'attività infrastrutturale (con tutti i suoi benefici). Il trading sul flusso di informazioni a breve termine può avvenire in qualsiasi comparto azionario, e così viene meno il senso di detenere attività infrastrutturali. Un approccio più opportuno sarebbe adottare un orizzonte di lungo termine basato sull'attività, che consentirebbe all'investitore di beneficiare delle caratteristiche strutturali delle attività infrastrutturali nel medio-lungo termine.

Conclusioni: la nuova alternativa è nel mercato quotato

Riassumendo, il team Global Listed Real Assets Team di Morgan Stanley Investment Management ritiene che gli investitori possano conseguire un'esposizione core alle infrastrutture attraverso i titoli quotati. Inizialmente sono state le strategie del segmento privato ad attirare la maggior parte dei flussi diretti in questa classe di attivo, ma noi ci aspettiamo che le strategie del segmento quotato si affermeranno come complemento e/o alternativa nel tempo, man mano che saranno meglio comprese dagli investitori. Nell'ambito degli attivi reali esistono dei precedenti circa questo ritardo di consenso tra mercati pubblici e privati. Le strategie immobiliari del segmento privato sono diventate popolari prima che si sviluppasse le analoghe nel mercato immobiliare quotato a metà degli anni novanta, ma secondo la nostra esperienza lo scetticismo iniziale si è trasformato gradualmente in ampia accettazione del fatto che i titoli quotati possano essere un riferimento efficace. Oggi i titoli quotati continuano a essere utilizzati come complemento standard a oppure riferimento di un'esposizione core diretta al mercato immobiliare.

Probabilmente le infrastrutture continueranno a essere un'area di concentrazione per gli investitori, se le tendenze recenti si consolideranno. Molti investitori continuano ad ampliare le proprie allocazioni target alla classe di attivo, tuttavia anche con una raccolta di ingenti capitali, alcuni di loro restano sottoesposti.²⁰ Con un occhio rivolto alle opzioni core dei mercati privati e all'arco di tempo che potrebbe rendersi necessario per l'impegno del capitale, prevediamo che molti investitori si recheranno le strategie del segmento quotato. A nostro avviso gli investitori che si rivolgeranno ai titoli quotati trarranno vantaggio dall'acquisire un'esposizione immediata attraverso strategie che possono effettivamente fungere da riferimento per le infrastrutture del segmento privato. Tali strategie possono continuare a offrire agli investitori rendimenti interessanti corretti per il rischio che comportano maggiori vantaggi di diversificazione, reddito corrente e una copertura potenziale dall'inflazione. Incoraggiamo gli investitori a comprendere meglio il panorama delle alternative infrastrutturali a loro disposizione, in quanto le strategie del segmento quotato potrebbero riuscire a realizzare quell'esposizione core alle infrastrutture auspicata dagli investitori.

²⁰ Preqin, *Preqin Quarterly Update: Infrastructure*, T3 2015.

Gli investitori possono creare un'esposizione core alle infrastrutture in un modo efficiente investendo in titoli azionari di società quotate in borsa. Alla luce della premessa secondo cui la performance di lungo termine dei titoli infrastrutturali sarà quella maggiormente correlata al valore sottostante delle rispettive attività, gli investitori che adottano un approccio d'investimento di tipo bottom-up dovrebbero riuscire ad accedere a questi titoli a valutazioni pari o migliori rispetto all'investimento diretto. In questo i titoli infrastrutturali quotati sono in grado di fornire quei benefici citati in precedenza, ma con il valore aggiunto della liquidità giornaliera e delle commissioni considerevolmente inferiori. Riteniamo che una strategia relativa ai mercati pubblici quotati meriti la considerazione di quelli con allocazioni in titoli infrastrutturali da soddisfare.

Il presente materiale è destinato unicamente ai Clienti professionali, salvo negli Stati Uniti, dove può essere redistribuito e usato presso il pubblico.

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche e potrebbero non realizzarsi. Inoltre le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non sono necessariamente quelle degli altri gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (Msim) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Tuttavia non abbiamo verificato tali informazioni e non ci esprimiamo in alcun modo circa la loro accuratezza o completezza.

Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale raccomandazione od offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni di cui al presente non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

DEFINIZIONI DEGLI INDICI

Gli indici utilizzati nel presente rapporto non rappresentano la performance di un investimento specifico e non comprendono spese, commissioni od oneri di vendita, che ridurrebbero la performance. Gli indici riportati non sono gestiti e non sono strumenti investibili. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Il **Dow Jones Brookfield Global Infrastructure** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance azionaria di società che esibiscono spiccate caratteristiche infrastrutturali. L'indice intende misurare tutti i settori del mercato infrastrutturale. Lo **Standard & Poor's Global Bmi** è un indice generale di mercato, sviluppato per rilevare l'esposizione alle azioni in tutti i paesi del mondo che soddisfano requisiti minimi di dimensione e liquidità. L'indice comprende i paesi dei mercati sviluppati ed emergenti. L'indice Barclays Global Aggregate fornisce un ampio parametro di misurazione dei mercati obbligazionari globali investment grade a tasso fisso. Rendimenti totali espressi in dollari Usa senza copertura. Gli indici non sono gestiti e i rendimenti non includono alcuna spesa o commissione vendita. Tali costi ridurrebbero la performance. Non è possibile investire direttamente in un indice. Lo **S&P 500 Total Return** è un indice composto da 500 titoli selezionati per dimensione del mercato, liquidità e rappresentazione del comparto industriale. L'indice S&P è un indice ponderato per il valore di mercato, in cui il peso di ogni titolo è proporzionale al rispettivo valore di mercato. L'indice S&P è uno dei benchmark più utilizzati della performance azionaria statunitense. La performance dell'indice S&P non contempla alcuna commissione di gestione, incentivo, commissione o altre spese sostenute nell'implementazione di tale strategia. Il rendimento totale fornisce agli investitori un rendimento da dividendo immediatamente esigibile lordo extra. I dividendi lordi immediatamente esigibili sono registrati alla data ex dividendo. Il **Russell 2000®** è un indice che misura la performance delle 2.000 società di più piccole dimensioni dell'indice Russell 3000. Il **Ftse Epra/Nareit Developed (già Ftse Epra/Nareit Global Real Estate)** è un indice ponderato globale della capitalizzazione di mercato composto da titoli immobiliari quotati nei mercati immobiliari nordamericano, europeo e asiatico. L'**Msci Emerging Markets Index (Msci Em)** è un indice ponderato della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance del mercato azionario dei paesi emergenti. L'**Msci Eafe (Europa, Australasia, Estremo Oriente)** è un indice della capitalizzazione di mercato corretta per il flottante che misura la performance del mercato azionario internazionale dei paesi sviluppati, esclusi Stati Uniti e Canada. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari pubblici. Attualmente l'indice Msci Eafe è composto dai 21 indici di paesi dei mercati sviluppati. La performance dell'indice è espressa in dollari Usa e prevede il reinvestimento dei dividendi netti. Il **Barclays 1-3 Year U.S. Government Bond** è un sottoindice dell'indice Barclays U.S. Government Bond composto dai

titoli di enti pubblici e di Stato con scadenze da uno a tre anni. Il **Barclays US Aggregate Bond** è un indice ponderato della capitalizzazione di mercato. I titoli dell'indice sono quindi ponderati in base alla dimensione di mercato di ogni tipo di obbligazione. È rappresentata la maggior parte delle obbligazioni statunitensi investment grade.

La **deviazione standard** misura l'ampiezza di dispersione dei singoli rendimenti di performance, all'interno di una serie di performance, rispetto alla media o al valore mediano. Il **tasso interno di rendimento (Irr)** rappresenta il tasso di rendimento composto effettivo di un investimento su base annua. Precisamente l'Irr è il tasso di attualizzazione che equipara il valore attuale dei flussi finanziari futuri al costo iniziale dell'investimento.

AVVERTENZE SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero la possibilità che i valori di mercato dei titoli detenuti dal portafoglio diminuiscano. Di conseguenza l'investimento in questa strategia può comportare una perdita per l'investitore. Inoltre, la strategia può essere esposta ad alcuni rischi aggiuntivi. Le società del **comparto delle infrastrutture** sono esposte a una varietà di fattori che possono influire negativamente sulle loro attività od operazioni, inclusi interessi elevati, costi di leva finanziaria o normativi, difficoltà di raccolta dei capitali, effetti del rallentamento economico o della recessione ed eccesso di capacità produttiva e aumento delle società concorrenti. Gli altri rischi comprendono l'innovazione tecnologica, modifiche sostanziali del numero di utenti finali, contesto di crescente deregolamentazione, rischi naturali e ambientali ed attacchi terroristici. Le valutazioni dei **titoli azionari** tendono in genere a oscillare anche in risposta a eventi specifici in seno a una determinata società. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, come quelli di cambio, politici, economici e di mercato. Gli investimenti in **società a piccola e media capitalizzazione** tendono a essere più volatili e meno liquidi di quelli in società più grandi e maggiormente consolidate. I rischi associati agli investimenti **nei paesi emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti esteri in paesi sviluppati. I **portafogli non diversificati** spesso investono in un numero più ristretto di emittenti. Pertanto le variazioni della situazione finanziaria o del valore di mercato di un singolo emittente possono causare una maggiore volatilità. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

Tabelle e grafici e sono forniti a solo scopo illustrativo. I **rendimenti passati non costituiscono garanzia dei risultati futuri.**

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore deve valutare la propria capacità di mantenere l'investimento sul lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di leggere attentamente i documenti d'offerta rilevanti.

Emea:

La presente comunicazione finanziaria è stata pubblicata e autorizzata nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA, una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, per la distribuzione esclusiva a soggetti che si qualificano come "professional clients" (clienti professionali) o "eligible counterparties" (controparti qualificate), ed è fatto divieto ai "retail clients" (clienti privati) di farvi affidamento o di prendere decisioni in base alla stessa (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

Gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adeguate ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di tali soggetti. Msim non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari. I soggetti che vogliono valutare un investimento devono sempre assicurarsi di aver ricevuto raccomandazioni esaurienti dall'intermediario finanziario circa l'opportunità dell'investimento.

Stati Uniti:

Morgan Stanley Investment Management non fornisce consulenza fiscale. Le informazioni fiscali contenute nella presente pubblicazione sono di carattere generale, non esaustive per loro natura. Non sono da considerarsi

né sono state scritte per essere utilizzate, né possono essere utilizzate, da alcun contribuente allo scopo di evitare sanzioni amministrative che potrebbero essere comminate al contribuente ai sensi delle leggi fiscali federali degli Stati Uniti. Le leggi fiscali federali e governative sono complesse e in costante evoluzione. Si consiglia sempre di consultare un professionista legale o fiscale per ricevere informazioni sulla propria situazione personale.

I conti a gestione separata non sono idonei per tutti gli investitori. Nei conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata sono inseriti numerosi valori mobiliari; essi potrebbero non replicare la performance di alcun indice. Si raccomanda caldamente di valutare gli obiettivi, i rischi e le spese della strategia prima di effettuare l'investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo Adv, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore.

Prima di investire si consiglia di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi, le commissioni e le spese dei fondi. I prospetti contengono queste e altre informazioni sui fondi. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero 1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento.

Hong Kong:

This document has been issued by Morgan Stanley Asia Limited for use in Hong Kong and shall only be made available to "professional investors" as defined under the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap 571). The contents of this document have not been reviewed nor approved by any regulatory authority including the Securities and Futures Commission in Hong Kong. Accordingly, save where an exemption is available under the relevant law, this document shall not be issued, circulated, distributed, directed at, or made available to, the public in Hong Kong.

Singapore:

This document should not be considered to be the subject of an invitation for subscription or purchase, whether directly or indirectly, to the public or any member of the public in Singapore other than (i) to an institutional investor under section 304 of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore ("SFA"), (ii) to a "relevant person" (which includes an accredited investor) pursuant to section 305 of the SFA, and such distribution is in accordance with the conditions specified in section 305 of the SFA; or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA.

Australia:

This publication is disseminated in Australia by Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL No. 314182, which accept responsibility for its contents. This publication, and any access to it, is intended only for "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei fondi Morgan Stanley.

© 2016 Morgan Stanley. Tutti i diritti riservati.

NON GARANTITO DAL FDIC | NON SI OFFRE ALCUNA GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

www.morganstanley.com/im

Morgan Stanley