

Il rischio di coda associato alla pandemia di covid-19 dimostra l'importanza di rendimenti realmente non correlati

Lunedì, 04/20/2020

Durante l'annuale conferenza sugli investimenti alternativi di SYZ tenuta a gennaio, il fondatore di CQS Sir Michael Hintze ha preannunciato, davanti ad una platea di influenti investitori, l'imminente insorgere di una pandemia che si sarebbe abbattuta sui mercati globali.

Un "cigno nero" che, secondo le sue previsioni, avrebbe causato uno shock asimmetrico, con conseguenze di ampia portata per l'economia e il sistema finanziario a livello mondiale.

A poche settimane di distanza, la sua profezia si è avverata, con il coronavirus che ha scatenato il caos sui mercati. Le fragili valutazioni sono crollate e la diversificazione dei portafogli è di nuovo sotto pressione. Nel frattempo, le autorità di tutto il mondo si affannano per scongiurare il contagio economico.

Marc Syz
Managing Partner

PANDEMIA DI MERCATO

Anche se non ci aspettavamo lo scoppio di una pandemia in tempi così rapidi, eravamo molto preoccupati per le valutazioni. Nelle settimane precedenti l'emergenza sanitaria, il nostro modello proprietario di asset allocation indicava che il ciclo economico era giunto in una fase conclusiva. Molti investitori entravano o rafforzavano l'esposizione a un mercato azionario privato molto teso ed eccessivamente indebitato. I nostri modelli segnalavano, sia per le tradizionali classi di attivi che per i portafogli di investimenti alternativi, una discrepanza tra le valutazioni di molteplici attivi rischiosi e il loro potenziale di rendimento. Una constatazione che ci aveva già indotto a riconsiderare la nostra asset allocation e le esposizioni al rischio.

Il nostro obiettivo è infatti quello di selezionare investimenti in aree dei mercati privati trascurate da gran parte degli investitori tradizionali per motivi legati alle dimensioni, alla complessità o a una duration inadeguata.

I nostri sforzi di ricerca sono pertanto tesi a individuare opportunità di investimento veramente non correlate e con migliori valutazioni. L'esposizione al settore del litigation funding (finanziamento di contenziosi) è un esempio calzante di questo processo; in tale ambito, finanziamo azioni legali i cui rendimenti sono realmente non correlati ai mercati dei capitali.

Si tratta di una classe di attivi in rapida crescita, in cui un soggetto terzo sostiene finanziariamente un ricorrente in una controversia legale. In cambio di questo supporto, il finanziatore richiede un multiplo dell'importo anticipato o una percentuale del futuro risarcimento. Questa pratica ha origini molto antiche. Risale infatti agli ateniesi, che agivano come difensori terzi in tribunale. Apollodoro, il figlio di un ricco banchiere, era rinomato per acquistare azioni di cause legali e assumere oratori professionali per redigere le sue arringhe.

"Il nostro obiettivo è infatti quello di selezionare investimenti in aree dei mercati privati trascurate da gran parte degli investitori tradizionali per motivi legati alle dimensioni, alla complessità o a una duration inadeguata."

— **Marc Syz**
Managing Partner

PRATICA CLASSICA

In tempi più recenti, il litigation funding è tornato alla ribalta in Australia alla fine degli anni Novanta dello scorso secolo, per poi diffondersi rapidamente nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in altre giurisdizioni, tra cui Brasile e Singapore. Vi sono chiare e crescenti esigenze di mercato per finanziamenti terzi, dettate da ragioni contabili, problemi di agenzia e riduzione dei costi.

Negli ultimi anni diversi casi di cronaca giudiziaria hanno riportato in auge il mito di Davide contro Golia. Ad esempio, la piccola azienda britannica Miller ha ottenuto un enorme risarcimento dal colosso statunitense dell'edilizia Caterpillar, accusato di aver sottratto illegalmente il segreto di fabbricazione di un componente chiave di macchinari pesanti.

Sono richieste competenze di alto livello per accedere a questa classe di attivi resiliente ai cicli di mercato e con un quadro ripetibile, caratteristiche che le consentono di generare rendimenti stabili e interessanti. La percentuale di studi legali globali esposti al litigation funding è aumentata dal 7% nel 2013 al 36% nel 2017. Il Regno Unito è il mercato più maturo, gli Stati Uniti il più grande. Quello americano è anche il mercato maggiormente competitivo; i ricorrenti non rispondono infatti dei costi sostenuti dal convenuto e gli studi legali si assumono gli oneri correlati alla causa nella loro intezza.

Al momento solo una quota ridotta del mercato è finanziata. Esistono quindi molteplici opportunità a livello globale. È tuttavia importante affidarsi a finanziatori esperti, attentamente selezionati in base a fattori quali una rete capillare, un track record comprovato, un accesso unico al mercato e competenze di esecuzione strutturate. Come per qualunque strategia, la diversificazione è un aspetto fondamentale: essendo la distribuzione dei rendimenti leptocurtica, vi sono elevate probabilità di oscillazioni significative.

Alla luce di queste dinamiche, simili alle royalty musicali rese celebri da David Bowie negli anni Novanta dello scorso secolo, il litigation funding segna l'ingresso della cartolarizzazione in una nuova classe di attivi e rappresenta un'inedita fonte di diversificazione. Tale settore non è correlato ai mercati finanziari, ad esempio le azioni o il reddito fisso, e offrirà quindi importanti benefici di diversificazione nell'ambito di un portafoglio. Non vi è inoltre correlazione con la performance dell'economia generale; i ribassi del mercato causano in genere un incremento delle cause legali, ampliando il bacino al quale attingere.

UN TERRITORIO INESPLORATO

Il mercato è in larga misura inesplorato, con pochi casi che si tramutano in processi molto competitivi. Gli hedge fund e altre forme di capitale puramente finanziario non hanno le competenze per sostenere singole cause in quanto, oltre al capitale umano, un processo di due diligence efficiente ed esperienza pregressa, sono richieste solide relazioni con gli studi legali.

A fronte di una domanda in rapida crescita, i finanziatori sono in una posizione privilegiata per sfruttare i potenziali rendimenti anomali nel prossimo futuro, il che rende il litigation funding una classe di attivi molto simile alle strategie incentrate sul private equity o il debito privato di 10-15 anni fa. Il nostro processo di investimento è incentrato su una rigorosa strategia integrata per la gestione del rischio. Tale approccio ci consente di identificare, tramite i nostri modelli proprietari, sia i rischi endogeni che quelli esogeni, nonché gli indici per riconoscere precocemente tali segnali.

Le costanti revisioni dei portafogli e coperture macroeconomiche, unitamente ai pareri di partner esperti, ci consentono di proteggere i portafogli discrezionali che gestiamo e quelli raccomandati ai nostri clienti. Siamo quindi in grado di attenuare il notevole rischio di ribasso connesso a eventi da alcuni reputati imprevedibili, che possono ostacolare la performance complessiva sul lungo termine.

In un'epoca segnata da una crescita ridotta, è sempre più difficile individuare rendimenti non correlati. Per conseguire solidi rendimenti corretti per il rischio nel lungo periodo, gli investitori devono ampliare il loro raggio di azione. In tale ottica, classi di attivi meno tradizionali come il litigation funding forniscono preziose fonti di diversificazione.