

COMMENTI & ANALISI

Investire nei private market conviene ed è meno rischioso di quel che sembra

Investire capitale nell'economia reale con prodotti Pir Alternativa è bello e, almeno a parole, anche di moda: utile per il Paese e interessante per gli investitori italiani - dato il rendimento atteso a doppia cifra. Ma anche tremendamente rischioso, da meritarsi l'attribuzione di classi di rischio elevate. Questi rating di rischio elevati ne minano in effetti radicalmente la crescita. Ma è davvero così?

Come private markets mi riferisco infatti alla somma delle asset class corporate (pmi italiane - valore complessivo stimato per circa 4 mila miliardi); ma anche real estate (circa 6,5 mila miliardi - residenziale, oltre a 2 mila miliardi - commerciale) e alle infrastrutture (con enfasi suggerita su quelle digital e green - 2,5 mila miliardi circa). Con riferimento al corporate, può certamente esistere il rischio di bolla, dovesse verificarsi un'eccessiva creazione di domanda per investimento di private equity. Ma ben diverso è il rischio per il private equity con dati stimati di 4 mila miliardi, rispetto agli appena 600 miliardi di aziende quotate su Borsa Italiana. Riguarda alla presunta crisi sistemica immobiliare è utile relativizzare, ricordando come la crescita dei prezzi del real estate sia stata, dal 2000 ad oggi, pari ad appena il 7% per l'Italia, rispetto al 94% per l'Inghilterra, del 120% per la Francia e del 186% per il Canada.

Inoltre è utile oggettivizzare il reale rischio finanziario collegato al private equity. Possiamo ad esempio riferirci alle misure dell'indicatore VaR (Value at Risk, calcolato con riferimento a un intervallo di confidenza del 97,5%). Sulla base di una analisi cross section, riferita a una campione di circa 410 fondi di

SCARDOVI*

private equity corporate avviati a partire dal 2010-2015, ho stimato una perdita media ex post dei soli 40 fondi che hanno perso denaro pari a circa il 26%. Coerentemente ho calcolato un VaR *cross section* (o volatilità equivalente) pari a -5,6%, e a una deviazione standard pari al 14,1%, a fronte di rendimenti medi di chi invece ha creato valore pari al 19,2% (con il 36% del primo quartile top performer). Analoghi dati sono risultati dall'analisi dei fondi real estate.

Su queste basi di oggettiva e limitata rischiosità, possiamo poi chiederci quanto più rischiosi siano i private market rispetto ai mercati borsistici ed agli stessi titoli di Stato cosiddetti *risk free*?

Per quello che riguarda i primi (dati riferiti alla Borsa Italiana dal 2001 ad oggi), il VaR annuale corrispondente risulta pari a -46,71%, dato anche il rischio di "bolle" tra domanda e offerta di capitali (molte di queste supportate da investitori passivi monster che replicano l'indice senza farsi troppe domande sul valore reale o relativo delle aziende che lo compongono). Per quello che riguarda i secondi (dati riferiti al Btp, sempre dal 2001 ad oggi), il VaR corrispondente risulta pari a -17,8%, data la volatilità generata non tanto dal rischio di insolvenza, quanto da quello di performance (derivato dal rischio che un tasso fisso sottoperformi rispetto ai tassi d'interesse futuri). Per tutti i titoli di debito a tasso fisso esiste inoltre un rischio molto più importante e subdolo, legato all'inflazione, che distrugge il potere d'acquisto dei loro sottoscrittori. Il rischio inflazione è invece ben coper-

to dal repricing nominale dei beni reali: un'azienda, un immobile, un data center o impianto eolico.

Secondo un semplice scenario, un'inflazione media annua del 3% nei prossimi 10 anni ridurrebbe il potere d'acquisto di un Btp per un 24,4%. Un'inflazione al 6% condurrebbe a un meno 42,2%. Infine, una del 9% *distruggerebbe* il capitale investito per un 55,4% - ben oltre il 5-11% di VaR cross-section per i private market (stimato su serie storica dei rendimenti trimestrali annualizzati dal 2014 al 2021) e a fronte di rendimenti attesi ben diversi! Senza neppure contare la diversificazione offerta dalle diverse asset class reali (non c'è di fatto diversificazione in un portafoglio super difensivo di soli Btp e contante).

Certamente, si dirà, i titoli relativi agli investimenti in private markets sono per loro natura illiquidi. Ma esistono anche Fia (Fondi d'Investimento Alternativi) quotati e simili, nel loro business model, a Holding di Partecipazioni Economiche (da cui l'acronimo Hope, Sicaf Retail da me promossa e con obiettivo di quotazione in borsa). La stessa Sec americana ha raccomandato di offrire agli investitori retail l'opportunità di investire in private equity. E grandi colossi quali Apollo, Kkr, H&F e Ta ne stanno già approfittando, negli Stati Uniti e Inghilterra. Saprà cogliere, in sicurezza, la stessa opportunità anche il risparmio gestito in Italia, ad oggi molto limitato dall'applicazione di misure di rating di rischio ex Mifid 2 estremamente penalizzanti per i private markets? Alle next generations (piene di Btp) l'ardua sentenza. (riproduzione riservata)

*fondatore e ceo
Hope Sb Sicaf Retail