



Il prezzo è una informazione



Fabrizio Crespi
Università degli Studi
di Cagliari e Università
Cattolica di Milano

“*S'al custa?*”. La domanda pragmatica (quanto costa?) è espressione diffusa nel varesotto e, in generale, in tutta l’alta Lombardia. Resa celebre da Giovanni Borghi, fondatore della Ignis (1), essa esprime un concetto che dovrebbe essere ben noto nell’ambito della valutazione delle attività finanziarie. Il prezzo, infatti, determina il rendimento: se paghi poco è probabile (ma non certo) che il tuo rendimento futuro sia maggiore. E viceversa. D’altra parte, e più enfaticamente, una celebre frase attribuita all’oracolo di Omaha sottolinea che: “*price is what you pay, value is what you get*”. Il valore è una cosa, il prezzo un’altra. Sempre meglio che il primo sia maggiore del secondo, ovviamente. Il prezzo è quindi una informazione fondamentale. Ma a volte ce lo dimentichiamo.

Prezzo e informazione: quale relazione?

La relazione è biunivoca. L’informazione influisce sul prezzo, il prezzo crea informazione. Come si spiega agli studenti universitari, le nuove informazioni che giungono al mercato in merito ad uno strumento finanziario (consideriamo qui semplicemente azioni e titoli di debito) vengono inglobate, più o meno velocemente, nei prezzi. Non a caso Eugene Fama definì un mercato finanziario efficiente quello in cui i prezzi dei titoli quotati rispecchiano sempre e pienamente tutte le informazioni disponibili (ovvero non esistono titoli sopravvalutati o sottovalutati). E in un mercato perfettamente efficiente nemmeno un *insider trader* riuscirebbe ad ottenere un extra-profitto (la sua informazione privilegiata sarebbe anch’essa già inglobata nel prezzo). Se nuove informazioni vengono disvelate (una società ha realizzato più o meno utili), le aspettative degli operatori si modificano ed il prezzo cambia. Ma anche il prezzo di una attività finanziaria è, in sé, una informazione; spesso quella più importante a disposizione di un investitore retail non in grado di ottenere ed analizzare informazioni più specifiche su un titolo. Se il prezzo di un titolo obbligazionario scende vertiginosamente (in assenza di variazione dei tassi di mercato), ciò significa che qualcosa di grave sta accadendo alla società emittente. E che dire degli analisti tecnici: i cosiddetti graficisti basano le loro scelte prevalentemente sulla variabile prezzo.

Prezzo e valore: quale relazione?

Quale relazione esiste invece tra prezzo e valore (*fair value*) di una attività finanziaria? Se il mercato fosse perfetto essi dovrebbero equivalere. Ma la perfezione assoluta, come noto, non esiste. La ricerca del *fair value* diviene quindi il cruccio degli analisti fondamentali: se scopri, attraverso analisi prospettiche dei fondamentali, che il valore di una attività diverge significativamente dal suo prezzo di mercato hai fatto Bingo. Compri i titoli sottovalutati e vendi quelli sopravvalutati; e poi aspetti che il mercato si accorga della divergenza esistente e ristabilisca la parità con il prezzo.

Ma attenzione: le cose non sono così semplici. Il valore, infatti, è frutto di una stima che, per quanto effettuata da esperti, tale rimane. Il prezzo di una attività finanziaria negoziata in un mercato secondario è invece realtà: giusto o sbagliato che sia, esso esprime il *quantum* monetario che, in un determinato istante, devi pagare o puoi ricevere in una compravendita. A voglia a dire che un titolo è sopra/sotto valutato: il prezzo è quello. Prendere o lasciare. Ma cosa succede quando il prezzo non c’è, o non è determinato dalle compravendite su un mercato in cui, a grandi linee, gli operatori sono *price taker* (cioè ognuno di loro non è in grado di influenzare il prezzo)?

Il caso dei private markets

È uno dei fenomeni più caldi del momento. Investire in società non quotate, sia lato equity che bond. Ha notevoli pro: accresce la possibilità di diversificazione (nulla da eccepire), produce rendimenti potenzialmente più elevati (speriamo). Ma come si determinano i prezzi in questo mondo? Beh, si tratta sempre di compravendite, ma private appunto, non di mercato. Esempio: il fondo di private equity acquista una partecipazione in una società non quotata dal fondatore dell’impresa stessa. C’è una compravendita tra i due soggetti dove il potere contrattuale, e la volontà/capacità di contrattare determina il prezzo. In caso di vendita le ipotesi di way out sono plurime. Il fondo di private equity potrebbe infatti: a) vendere la propria partecipazione ad altro soggetto privato, ad esempio una impresa più grande, lo stesso fondatore che aveva venduto prima, un altro fondo. Qui il prezzo è comunque determinato dalle variabili di cui sopra; b) quotare la società in borsa tramite una IPO (Initial public offering). In questo caso il prezzo di collocamento viene determinato tramite un processo di *book building* attuato dai partecipanti al collocamento e, il giorno dopo, si ha un prezzo di mercato vero e proprio. Ora, ok per le operazioni di acquisto e vendita. Ma nel durante, cioè quando le azioni o le obbligazioni di società non quotate sono nel portafoglio del fondo, qual è il loro prezzo? Il prezzo, inteso come incontro della domanda e dell’offerta, evidentemente non c’è. C’è un valore, una valutazione fatta dal fondo stesso o da periti esterni chiamati a farla (o comunque a provarla). Si noti invece che in un fondo tradizionale che investe in titoli quotati il prezzo c’è.

Ed allora?

Ed allora capita che la valutazione di prestiti effettuati nell’ambito del *private credit* sia molto differente da soggetto a soggetto. Come riportato recentemente da Bloomberg (2), un prestito effettuato a tale Magenta Buyer, il veicolo di emissione di una società di cybersecurity, viene valutato dagli operatori del settore in un range tra 46 e 79 cents per dollaro. Chi ci avrà azzeccato? Relata refero:

“*In private markets, because no one knows the true valuation there’s a tendency to leak information into prices slowly,*” says Peter Hecht, managing director at US investment firm AQR Capital Management. “*It dampens volatility, giving this false perception of low risk.*” Capisci l’inglese?

NOTE: 1) <https://sponsorman.com/sal-custa/> 2) <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-28/how-private-credit-market-boom-is-hiding-potential-valuation-problems?smd=homepage-europe>