



Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra
Di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

“Mercato delle auto d’epoca: analisi delle sue
caratteristiche e dei fondi comuni
d’investimento in questo settore.”

Relatore:
Prof. Alfredo Pallini

Candidato:
Pio Tommaso Catera
Mat. 219911

Anno Accademico: 2019/2020

“Mercato delle auto d’epoca: analisi delle sue caratteristiche e dei fondi comuni d’investimento in questo settore.”

PIO TOMMASO CATERA (M.219911)

INDICE

Introduzione	p.02
1. Mercato delle auto d’epoca e dei beni da collezione	p.03
1.1 <i>Introduzione agli investimenti alternativi</i>	p.03
1.2 <i>Le performance nei mercati dei beni da collezione</i>	p.05
1.3 <i>Caratteristiche del mercato dei beni da collezioni</i>	p.08
1.4 <i>Intr. al mercato dell’auto e storia del mercato dell’auto d’epoca</i>	p.11
1.5 <i>Caratteristiche del mercato delle auto d’epoca</i>	p.13
1.6 <i>Indici del mercato delle auto d’epoca: HAGI, Hagerty e K500</i>	p.16
2. Rischio, rendimento e performance di mercato	p.18
2.1 <i>Introduzione agli investimenti in auto d’epoca</i>	p.18
2.2 <i>Metodi per il calcolo del rendimento dei beni da collezione</i>	p.19
2.3 <i>Rischio negli investimenti in auto d’epoca</i>	p.25
2.4 <i>Performance attuali e storiche del mercato delle auto d’epoca</i>	p.27
2.5 <i>Auto d’epoca e crisi da Coronavirus</i>	p.34
3. Fondi comuni d’investimento	p.36
3.1 <i>Introduzione ai fondi comuni d’investimento in beni da collezione</i>	p.36
3.2 <i>Fondi comuni di investimento in auto d’epoca</i>	p.38
3.2.1 <i>Caso di studio 1: The Classic Car Fund</i>	
3.2.2 <i>Caso di studio 2: WMG Collectable Car Fund (e Classic & Sport Finance)</i>	
3.2.3 <i>Caso di studio 3: Rally RD</i>	
Conclusioni	p.43
Bibliografia	p.45
Sitografia	p.46

Introduzione

“La migliore Ferrari che sia mai stata costruita è la prossima” diceva Enzo Ferrari, fondatore della casa automobilistica che porta il suo nome.

Questa affermazione potrebbe essere, però, smentita dal mercato. La migliore Ferrari che sia mai stata costruita, o meglio, la Ferrari dal più grande valore riconosciuto non è la prossima. È una Ferrari 250 GTO, fabbricata nel 1963, che è stata venduta nel 2018 per 48.405 milioni di dollari. Non proprio una giovincella!

Questo dato è solo uno dei numerosi esempi di transazioni esorbitanti avvenute nel mercato delle auto d'epoca. Quest'ultimo ha, infatti, subito un'irrefrenabile crescita negli ultimi anni. Sono molti i collezionisti e gli investitori che decidono di acquistare un'auto classica.

Nonostante la crescente fama di questo mercato, non è facile trovare informazioni sulle sue caratteristiche. Il motivo di questo è, probabilmente, la sua relativa giovinezza.

Obiettivo del presente elaborato è, dunque, quello di far luce sugli elementi distintivi di questo mercato. Evidenziandone i punti di forza e le insidie.

Questa tesi è divisa in tre capitoli e ogni capitolo è sua volta diviso in paragrafi.

Nel primo capitolo, dopo un'introduzione generale al mercato degli investimenti alternativi e a quello dei beni da collezione, verranno evidenziate le caratteristiche peculiari di quello delle auto d'epoca. Verranno, inoltre, individuati i principali indici di prezzo utilizzati per effettuare delle stime.

Nel secondo capitolo verranno mostrate le principali metodologie per calcolare i rendimenti degli investimenti in questi asset. Al fine di avere una panoramica completa sulle caratteristiche di questi investimenti, verranno anche evidenziati i rischi ad essi connessi.

Tramite il foglio di calcolo Excel e utilizzando i dati di mercato dell'ultimo decennio, sono stati calcolati i principali indicatori relativi alle *performance* di questi investimenti. Questi indicatori, inoltre, sono stati confrontati con quelli dei più importanti strumenti finanziari tradizionali al fine di mostrarne l'eventuale correlazione.

Un paragrafo esclusivo è stato dedicato alla descrizione della situazione del mercato in questo tremendo 2020. Sono state evidenziate le principali conseguenze causate dall'emergenza Coronavirus.

L'ultimo capitolo, prima delle conclusioni, è stato dedicato all'approfondimento dei fondi comuni d'investimento che agiscono in questo settore. Verranno anche esposte le caratteristiche di un'applicazione *fintech* che fa della compravendita di auto classiche il suo *core business*. In totale saranno tre i casi di studio esposti.

Buona lettura!

1 Mercato delle auto d'epoca e dei beni da collezione

1.1 Introduzione agli investimenti alternativi

Nelle economie moderne fasi di espansioni, fasi di recessioni e fasi di ripresa si susseguono, più o meno, continuamente.

Negli ultimi 30 anni le fasi recessive¹ sono state molteplici; tra le più tristemente famose, in quanto più “contagiose” per tutta l’economia globale, ricordiamo: le crisi degli anni '90 e inizio 2000 (Messico, Sud-est Asiatico, Argentina e Russia); lo scoppio della bolla delle Dot-Com; la crisi finanziaria del 2007-2009 (che ha portato al fallimento di numerosi istituti di credito, tra cui il gigante Lehman Brothers); la conseguente crisi del debito sovrano di alcuni stati dell’area Euro e la contemporanea crisi “esogena” dovuta agli effetti sanitari e sociali dell’emergenza Coronavirus.

Questa, necessaria, premessa può essere sintetizzata evidenziando il fatto che, mai come negli ultimi tempi, i mercati tradizionali sono stati segnati dalla volatilità. A conferma di ciò c’è l’andamento dell’indice VIX. Esso nel 2020 ha, infatti, toccato vette record.

Gli investitori, anche per questo, hanno cominciato ad agire maggiormente, rispetto al passato, nei mercati non tradizionali. Se è vero che i mercati azionari, i mercati obbligazionari e quelli dei titoli di stato sono tendenzialmente molto correlati all’andamento economico generale, la stessa cosa non si può dire per tutti gli altri mercati.

Le quote maggiori dei portafogli di investimento delle famiglie sono mediamente composte da titoli a reddito fisso (ad esempio obbligazioni, titoli di Stato) e da strumenti monetari (ad esempio BOT, certificati di deposito); meno frequenti ma comunque presenti in gran quantità sono le azioni e gli strumenti finanziari collegati alla borsa. Tutti questi strumenti finanziari (incluse le quote in fondi comuni d’investimento e SICAV) vengono considerati investimenti tradizionali.

Sono considerati investimenti alternativi², dunque, tutti quelli che non rientrano nell’ambito di azioni, obbligazioni e liquidità. Tra i principali investimenti alternativi figurano gli hedge funds, gli investimenti nel settore *real estate*, i fondi specializzati in acquisto di materie prime, gli investimenti in beni da collezione e molti altri.

Non tutti i rendimenti degli investimenti alternativi sono correlati a quelli degli investimenti più tradizionali. Se è vero che il settore immobiliare, ad esempio, è molto dipendente dall’andamento generale dell’economia e dalla ricchezza dei cittadini (tant’è che esso ha risentito molto dell’attuale crisi sanitaria), la stessa correlazione non può essere attribuita ai vari settori dei beni da collezione e, nello specifico, a quello delle auto d’epoca. Questa

¹ <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie1>

² <https://www.financialounge.com/news/2012/06/04/investimenti-tradizionali-e-alternativi/>

considerazione rende gli investimenti in beni da collezione molto appetibili per chi volesse aumentare la diversificazione del proprio portafoglio.

I capitali allocati nelle attività alternative sono notevolmente aumentati negli ultimi decenni, anche a causa dei fondi universitari e dei fondi pensioni che, tendenzialmente, sono molto propensi ad investire in questo tipo di attività.

Gli investimenti in beni da collezione sono correlati all'aumento della ricchezza ma non in modo equo e proporzionale. Se è vero che un aumento della ricchezza generale spinge la domanda dei consumatori per la maggior parte dei beni, è l'aumento delle persone con un reddito superiore alla media (come gli HNWI e gli UHNWI³) che fa lievitare la domanda di collectible.

Il fatto che da qualche decennio molti paesi emergenti siano cresciuti economicamente in modo non equo, facendo aumentare la concentrazione della ricchezza in mano di pochi, non può che essere connesso all'aumento degli investimenti in questa categoria di beni.

Il mercato dell'arte cinese⁴⁵, ad esempio, dal 2018 si contende con il Regno Unito il secondo posto per voluminosità (è il mercato statunitense il primo al mondo), quando, storicamente proprio il Regno Unito, la Francia e la Germania registravano il maggior numero di transazioni annuali.

Gli investimenti in beni da collezione sono anche definiti "investimenti in passione". Data la loro natura essi non andrebbero valutati solo per la loro performance finanziaria ma anche per gli altri tipi di utilità da essi prodotta. Si parla, ad esempio, di "dividendo emozionale", quando si fa riferimento ad alcuni benefici di natura non finanziaria come l'appagamento estetico o la caratterizzazione dello status symbol.

Sono molti gli investimenti alternativi che sono diventati di moda negli ultimi decenni. Oltre alle auto d'epoca, degli asset molto desiderati dagli investitori sono: vini pregiati, francobolli rari, violini d'élite, gemme preziose e diamanti rari.

Questi esempi citati non sono stati scelti a caso. Essi, infatti, a differenza delle auto d'epoca, sono stati studiati più approfonditamente e numerosi ricercatori hanno scritto a loro riguardo paper, articoli e libri al fine di esaltare le caratteristiche dei loro mercati. La giovinezza del mercato delle auto d'epoca, rispetto agli altri può essere visto, dunque, sia come un'opportunità data l'ampia fetta di mercato disponibile, che come un rischio data la scarsità delle informazioni disponibili.

La possibilità di abitare (o affittare) un immobile acquistato a fini speculativi o il piacere di aver un bel quadro appeso al proprio muro e una Ferrari nel proprio garage sono, senz'altro, aspetti importantissimi che vengono considerati quando si fanno investimenti in questi settori.

Nella seguente trattazione, però, si terrà conto unicamente delle caratteristiche finanziarie di questi asset, limitando a brevi accenni le spiegazioni delle caratteristiche tecniche. Anche i collezionisti interessati unicamente al godimento dei beni, oggi, sono affiancati

³ www.knightfrank.com/wealthreport/article/2020-03-03-where-do-the-ultra-wealthy-live-in-the-world

⁴ www.infodata.ilsole24ore.com/2019/10/28/impresa-cina-nella-top-10

⁵ www.askanews.it/economia/2018/03/13/il-mercato-dellarte-torna-a-crescere-cina-supera-regno-unito-pn_20180313_00059/

da specialisti finanziari durante le scelte di acquisto e di vendita. Avere un rendimento estetico o emozionale non esclude la possibilità di avere un ottimo ritorno economico.

Crescono sempre di più, inoltre, gli investitori totalmente disinteressati al possesso materiale del bene ma in cerca, unicamente, di un tornaconto economico. Molto spesso essi non hanno nessuna competenza che gli possa permettere di poter destinare i propri risparmi verso beni effettivamente redditizi; si affideranno dunque ai fondi d'investimento specializzati gestiti da professionisti del settore e da esperti finanziari.

Esistono oggi, infatti, fondi comuni d'investimento che acquistano soltanto dei determinati asset piuttosto che altri come, ad esempio, l'art fund "Anthea – Contemporary Art Investment Fund SICAV FIS" che investe solamente in opere d'arte contemporanea e del dopoguerra e il fondo "The Classic Car Fund Limited P-I" attivo nel mercato delle auto d'epoca. Ci si può affidare anche a soluzioni alternative come l'App Rally RD, vero gioiellino *fintech* che verrà approfondito in seguito.

Anche gli investimenti alternativi potrebbero essere divisi in base alla loro popolarità. Gli investimenti in beni da collezione, ad esempio, non rientrano tra gli investimenti alternativi "tradizionali" ma sono una minima percentuale di questa gamma. Per numero di transazioni ci sono mercati maggiori come, ad esempio, quello immobiliare.

Non è, tuttavia, facilissimo stimare i dati del mercato dei beni da collezione.

Questi tipi di asset non generano flussi di cassa e ciò rende difficile la determinazione del loro valore intrinseco. Non è possibile neanche stimare il numero esatto delle transazioni, dati gli scambi tra privati non certificati.

1.2 Le performance nei mercati dei beni da collezione

Per valutare al meglio il mercato dei beni da collezione è necessario fare una panoramica generale sull'andamento dei loro singoli mercati. La metodologia migliore per fare ciò è quella di riportare i dati del *Luxury Investment Index di Knight Frank (KFLII)*⁶.

Knight Frank è un'agenzia immobiliare e di consulenza finanziaria inglese. È una delle più grandi società al mondo in questo settore e, periodicamente, aggiorna il suo blog con interessanti articoli riguardanti gli investimenti in asset alternativi. L'indice sopracitato, che viene pubblicato periodicamente nel blog, monitora la performance di un paniere teorico composto da classi di collectible selezionati. I dati utilizzati per la sua creazione provengono da altri indici di terze parti indipendenti (ad esempio, l'indice Hagerty viene utilizzato per le auto d'epoca). Ogni asset presente nel paniere è ponderato in modo da riflettere la sua importanza relativa all'interno del paniere stesso.

⁶ www.knightfrank.com

Il 3 marzo 2020 è stato pubblicato l'ultimo report che fa il punto sulla situazione sul mercato dei maggiori collectible. Esso utilizza i dati di fine 2019 e li paragona a quelli degli anni passati al fine di mostrarci il *trend* evolutivo dei vari mercati. Prima di fare un'analisi di questo report bisogna premettere che i vari mercati, nel 2020, hanno subito forti perturbazioni a causa dell'emergenza coronavirus. Gli effetti di questa crisi non sono ancora quantificabili oggettivamente e definitivamente per il semplice fatto che essa è ancora in corso. Questo argomento verrà, tuttavia, approfondito più avanti.

Di seguito verrà proposto un grafico che mostrerà, sinteticamente, la situazione di mercato di alcuni asset oggetti di investimento. I mercati di vino, whisky opere d'arte e diamanti colorati verranno approfonditi di seguito in questo paragrafo; quello delle auto d'epoca verrà invece approfondito successivamente.

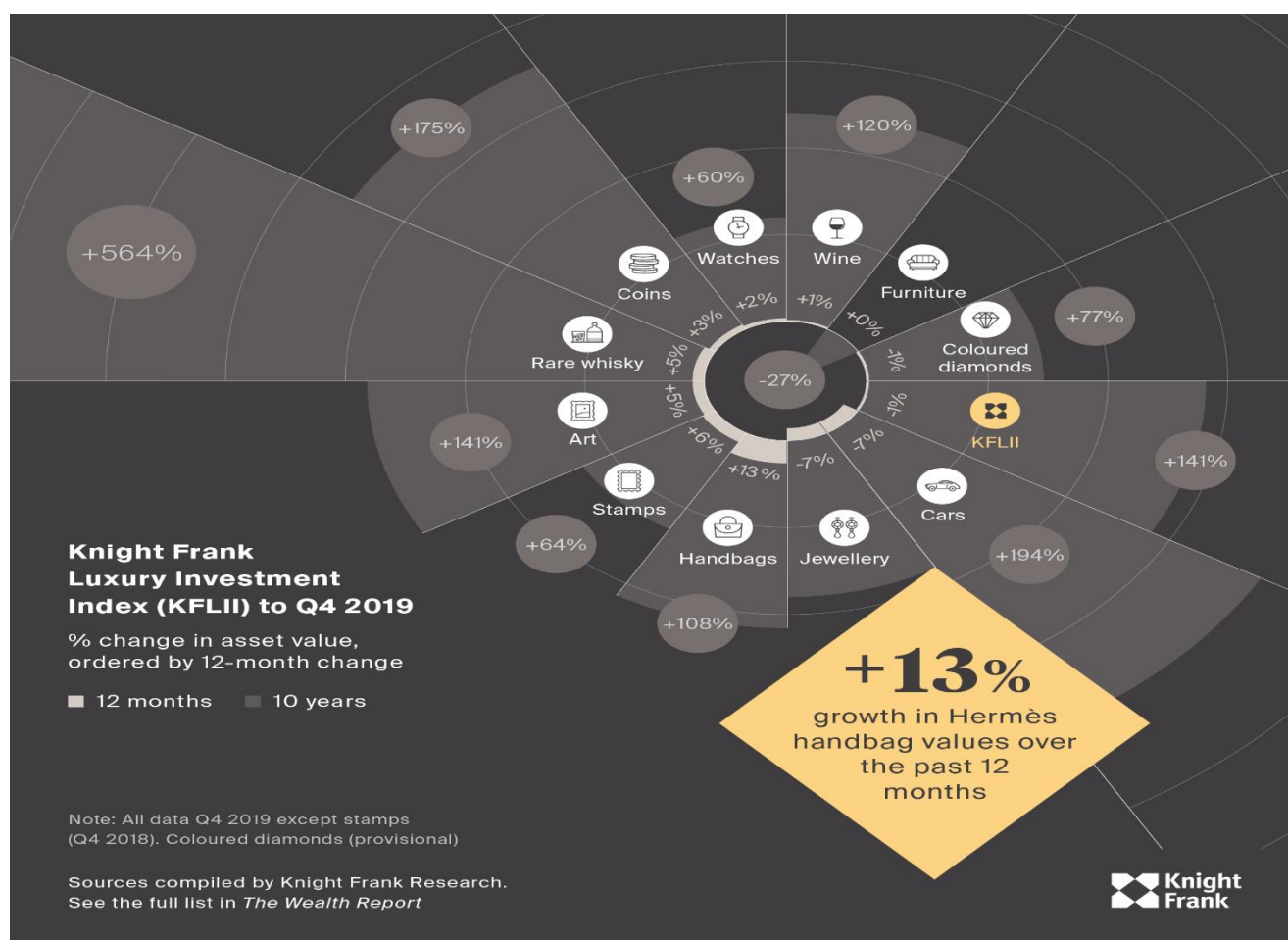


IMMAGINE 1: KFLII 2020. (Fonte: www.knightfrank.com)

Si nota in questo diagramma a radar come la performance annuale migliore sia stata quella del mercato delle borse di lusso, che ha ottenuto un ottimo +13%.

Nell'orizzonte temporale decennale è, invece, il mercato del Whisky di lusso ad aver avuto un'impennata. In questo settore la transazione che ha destato scalpore è stata quella di una bottiglia di Macallan⁷ del 1926 venduta all'asta per 1,9 milioni di dollari nell'ottobre 2019. Una bottiglia simile era stata venduta l'anno prima per 1,4 milioni di dollari, a testimonianza del fatto che col giusto intuito nel mercato dei beni da collezione si possono ottenere rendimenti straordinari anche nel breve periodo.

Il mercato internazionale dell'arte nel 2019 ha fatto registrare 40 milioni di transazioni per una cifra pari a circa 64 miliardi di dollari. Le principali piazze nelle quali avvengono queste transazioni sono Londra e New York. Il mercato dell'arte ha registrato un calo di performance per quanto riguarda le opere più datate. Nuovi record sono, invece, stati raggiunti da opere di artisti viventi. Ad esempio, un'opera di Jeff Koons è stata venduta per 91 milioni di dollari a maggio 2019. Nel mercato dell'arte, come in quello delle auto classiche, è sempre bene ragionare per sotto-mercati, quando si vuole investire. Si è visto, infatti, come una leggera flessione nel mercato generale dell'arte non abbia precluso guadagni importanti per chi sia stato abile a scegliere i propri investimenti specifici.

Il mercato del vino, che ha avuto un'importante crescita decennale del 120%, nell'ultimo anno è cresciuto appena dell'1%. Questo, secondo Knight Frank, è dovuto ai disordini politici e all'incertezza economica che nel 2019 hanno colpito alcuni paesi più di altri (ad esempio Francia e Italia, dove l'import-export di vini pregiati è molto importante). Dimostrazione tangibile del fatto che eventi esogeni uguali (crisi politiche, recessioni, embarghi) possono causare effetti differenti alle diverse classi di beni da collezione.

A dimostrazione della correlazione tra l'efficienza del canale di vendita usato per le transazioni e il valore delle transazioni stesse c'è il mercato dei diamanti colorati, che ha ottenuto una diminuzione dell'1% rispetto all'anno precedente (a fronte di un miglioramento decennale del 141%). I diamanti gialli (meno pregiati) hanno beneficiato del calo dei prezzi e sono diventati più appetibili per i consumatori; i diamanti rosa e blu (di fascia alta) si sono comportati bene nella vendita al dettaglio ma il loro prezzo è calato nelle aste a causa della scarsa fiducia dei consumatori. Si nota, dunque, come la diminuzione dell'1% su base annuale sia dovuta, unicamente, al calo dei prezzi nelle aste.

Si nota, infine, come l'indice KFLII, che sintetizza in generale il mercato dei collectible, manifesti un andamento negativo nell'ultimo anno (-1%) a fronte di un miglioramento su base decennale del +141%. Questi dati ci dicono che è sbagliato far riferimento a questo indice generale qualora si vogliano impiegare i propri capitali per acquistare beni da collezione. Nonostante la performance negativa dell'indice, infatti, sono stati registrati alcuni rendimenti record nei vari settori. Gli investitori dovrebbero, quindi, approfondire gli andamenti dei singoli mercati per poter valutare al meglio i beni che desiderano acquistare.

⁷ <https://www.decanter.com/wine-news/1926-macallan-whisky-sells-for-record-breaking-1-5-million-426816/>

1.3 Caratteristiche del mercato dei beni da collezioni

La letteratura riguardante il mercato delle auto d'epoca non è, ad oggi, sufficiente per poter fare un'analisi approfondita dello stesso. I mercati di altri beni da collezione sono stati, infatti, maggiormente approfonditi da studiosi e ricercatori. Probabilmente, il motivo di questo è (come già citato nell'introduzione) la relativa giovinezza del mercato delle auto classiche.

Si è scelto così, in questa sede, di esporre le caratteristiche del mercato dei beni da collezione in generale e di evidenziare le peculiarità appartenenti maggiormente a quello delle auto d'epoca.

L'intero paragrafo è stato ispirato dal libro "Arte e finanza"⁸ che analizza il mercato delle opere d'arte. Maggiore approfondimento verrà riservato, dunque, a quest'ultimo.

Il mercato delle opere d'arte e quello delle automobili condividono, inoltre, molte caratteristiche.

In futuro queste similitudini, probabilmente, si accentueranno. Se le norme green, che in questo periodo stanno diventando sempre più stringenti, non permetteranno più ai veicoli di produzione datata di transitare, gli stessi veicoli diventeranno cimeli storici di grande fattura. Proprio come le opere d'arte.

Non esiste una definizione certa e oggettiva di *opera d'arte*. All'interno di questa categoria sono compresi tutti gli oggetti desiderati per la loro rarità (o unicità), dello stato di conservazione, del significato storico e delle loro caratteristiche peculiari. Anche alcune auto d'epoca possono essere considerate, dunque, opere d'arte.

Fino a qualche decennio fa il mercato dell'arte era retaggio di ricchi collezionisti e di esperti. Negli ultimi anni, molti piccoli investitori e piccoli collezionisti si sono affacciati a questo mondo che è diventato a tutti gli effetti una forma d'investimento e di protezione dall'inflazione al pari di altri strumenti finanziari. Questo cambiamento è dovuto soprattutto all'innovazione tecnologica in ambito finanziario che permette ad un gruppo molto ampio di investitori, istituzionali e individuali di accedere al mercato dell'arte. Molto importanti in tal senso sono i fondi comuni d'investimento che destinano le proprie risorse alla compravendita di opere d'arte.

In particolare, è a partire dagli anni 70 che l'arte fu vista come una sorta di copertura contro l'elevata inflazione e le aste iniziarono ad attirare un gran numero di piccoli collezionisti. Numerose gallerie e case d'asta aprirono filiali in varie parti del mondo per facilitare l'accesso al mercato artistico. È nel ventunesimo secolo che abbiamo assistito alla considerevole crescita di questi mercati; tant'è che un primo picco c'è stato nel 2007, quando il volume totale delle transizioni ha sfiorato i 65 miliardi di dollari (per poi subire un calo drastico a 39,4 nel 2009 a seguito della crisi mondiale). Il mercato dell'arte rimane dominato dagli stati Uniti e dal Regno Unito, ma si sta assistendo recentemente ad una ascesa della Cina che, superando Francia e Germania è diventata il terzo mercato più ampio a livello globale.

⁸ Emmanuele Emanuele (2015): "Arte e Finanza"

Queste considerazioni sono valide anche per il mercato delle auto classiche. È solo dagli ultimi decenni, infatti, che le transazioni in questo mercato sono aumentate.

Il mercato dell'arte, se paragonato ad altri mercati alternativi, mostra un volume delle transazioni superiore alla media. Bisogna capire, a questo punto, se ciò è dovuto ad una sopravvalutazione del mercato stesso, ad un comportamento legato a forti speculazioni o se è forte il desiderio di creare valore tramite le opere d'arte.

Le bolle speculative⁹ possono verificarsi soprattutto nei mercati in cui gli investitori si comportano in modo miope o irrazionale e in quelli in cui le vendite allo scoperto sono all'ordine del giorno. I mercati dei beni da collezione, e dunque delle auto classiche, soddisfano entrambi i requisiti. Un esempio di bolla che ha colpito il mercato delle auto d'epoca è quella scoppiata negli anni '90. Soprattutto le Ferrari e le Porsche hanno subito un drastico calo di valore in quel periodo.

A fine anni '80 molti speculatori hanno acquistato innumerevoli auto d'epoca nella speranza di rivenderle rapidamente. Questo *boom and bust* ha fatto crollare i prezzi negli anni '90.

La forza dello yen, a fine anni '80 ha consentito, ad esempio, a molti giapponesi di acquistare numerose auto classiche americane. A seguito della svalutazione della moneta giapponese, però, quelle auto sono state vendute rapidamente ad un prezzo inferiore del loro valore. Esempio eclatante è quello di una Ferrari GTO acquistata da un investitore giapponese nel 1989 per 14 milioni di dollari. La stessa è stata rivenduta nel 1994 a soli 2,7 milioni di dollari.

Il mercato dell'arte è, per definizione, sempre una bolla speculativa: il prezzo dei beni è altamente scollegato dal valore economico. Quest'ultimo è il costo da sostenere per realizzare l'opera d'arte ed è quasi sempre inferiore al prezzo a cui è scambiata.

Bisogna, però, fare attenzione con questa definizione in quanto la causa dell'aumento della domanda potrebbe essere l'aumento di interesse verso questo settore, dovuto soprattutto alla proliferazione di piattaforme online per lo scambio. L'offerta, per le opere contemporanee, sta aumentando proporzionalmente alla domanda e, dunque, l'aumento delle transazioni non ha fatto mutare di molto il prezzo medio.

Si può arrivare, dunque, alla conclusione che nel mercato non si sta assistendo alla valutazione eccessiva di poche opere ma, piuttosto, ad una crescita nel numero dei collezionisti che sta trainando anche la domanda.

Questo mercato è, inoltre, uno schema piramidale: l'arte ha valore solo se ci sono due o più persone desiderose di acquistare ad un prezzo superiore a quello della transazione originale.

Le auto classiche, invece, potrebbero essere scambiate ad un prezzo inferiore del loro valore economico. Ciò accade molto raramente, però, per le auto premium. Esse sono gli asset sui quali questa tesi si vuole soffermare maggiormente.

Il mercato dell'arte (e di altri beni da collezione) è opaco. Sono molto scarse, infatti, le informazioni sulle transazioni private. La stima del volume totale delle vendite è quindi impossibile. Questo mercato non è, inoltre, un'entità singola e omogenea. Ogni stima che

⁹ Dries Laurs, Luc Renneboog (2018): "My kingdom for a horse (or a classic car)"

traccia l'andamento del mercato dell'arte, da un punto di vista aggregato, in termini di prezzi, rischi e rendimenti è quindi utile solo per capire le macro-tendenze. Basare unicamente su queste stime la scelta dei propri investimenti potrebbe essere molto pericoloso.

Leggermente migliore è la situazione del mercato delle auto d'epoca. La documentazione obbligatoria che deve accompagnare le auto rende, infatti, le transazioni molto più tracciabili. Sono molto inferiori, dunque, le transazioni illegali non registrate in questo mercato.

Come il mercato azionario, anche quello dell'arte è diviso in primario e secondario.

Nel mercato primario gli artisti propongono i loro lavori direttamente a collezionisti e venditori. I compratori soffrono di un'accentuata asimmetria informativa e devono sorbirsi ingenti costi di transazione. A causa del tempo necessario affinché un'opera venga riconosciuta di reale valore o meno, nel mercato primario, i prezzi tendono ad essere inferiori. È in questo mercato, dunque, che si fanno i migliori affari (e si prendono le maggiori fregature).

Nel mercato secondario venditori e case d'aste offrono opere che già in passato erano state protagoniste di almeno una transazione. Una delle sue caratteristiche principali è la predominanza di transazioni dirette tra proprietari e acquirenti prospettici. I prezzi in questo mercato tendono ad essere maggiori per la presenza di maggiori informazioni che fanno abbassare il rischio. Quest'ultimo, infatti, è molto basso quando si è certi delle caratteristiche e dell'autenticità di un'opera.

È questa la maggiore differenza tra il mercato delle opere d'arte e quello delle automobili classiche. Quest'ultimo, infatti, non presenta un mercato primario. È vero che molte auto oggi presenti nei listini sono considerate *instant classic*¹⁰, ma in questa sede verranno prese in considerazione unicamente le auto fuori produzione, che per loro natura intrinseca non hanno mercato primario.

Se si volesse fare un paragone generico tra il mercato dei beni da collezione e quelli tradizionali verrebbero fuori numerose differenze. Le principali sono le seguenti.

Il mercato dei collectible è meno liquido e di conseguenza più rischioso. Gli asset negoziati sono "beni di consumo duraturi" e ciò li rende sfruttabili durante il tempo nel quale si è in loro possesso. Qualora lo si volesse, dunque, si potrebbe avere dai beni un extra-rendimento, aggiuntivo a quello speculativo.

Dopo aver acquistato delle opere d'arte si potrebbe, ad esempio, allestire delle mostre o prestare le stesse a qualche museo, ottenendo così dei guadagni.

Caratteristica peculiare delle opere d'arte è che ognuna di esse è unica. La valutazione di esse tende ad essere, quindi, molto soggettiva.

Il mercato delle opere d'arte è considerato ad elasticità zero in quanto anche se la domanda di un'opera varia la sua offerta non cambia. Questo non vale per tutti gli oggetti da collezione e nemmeno per tutte le auto d'epoca. Solo alcune auto, come verrà approfondito in seguito, possono essere considerate uniche.

¹⁰ *Instant Classic*: auto che, per la sua rarità, vede il suo valore aumentare dal momento che è stata acquistata per la prima volta. È considerata classica anche da nuova. Fonte: <https://www.news1.it/instant-classic-car-cosa-sono/>

Molto particolari sono i processi usati per calcolare il prezzo delle opere d'arte. Non ci si può affidare alle metodologie canoniche (come il semplice incrocio tra la domanda e l'offerta). Il metodo più usato, da chi investe in questo mercato, è quello di affidarsi a degli esperti che facciano uso di metodi professionali certificati (come gli USPAP). Si è tentato, in alternativa, di usare il *capital asset pricing model*¹¹, ma il dubbio è che questo metodo tralasci troppi elementi a causa delle proprietà intrinseche delle opere d'arte che ne rendono difficile l'individuazione del rischio e del rendimento. Un altro strumento utilizzato è l'*Arbitrage pricing theory*¹².

Verranno, successivamente mostrati alcuni metodi per il calcolo dei rendimenti delle auto classiche. Essi si basano sulle osservazioni delle transazioni storiche.

1.4 Introduzione al mercato dell'auto e storia del mercato dell'auto d'epoca

Il 29 gennaio del 1886 la casa automobilistica tedesca *Benz & Cie* (di proprietà dell'ingegnere tedesco Carl Benz) dà vita alla *Benz Patent Motorwagen*, la prima autovettura col motore a scoppio della storia. È questo giorno che, convenzionalmente, è considerato il *day-one* dell'automobilismo.

Nulla fu più lo stesso: il mercato dell'automobile cominciò a crescere a un ritmo esorbitante, e la concezione stessa di questo veicolo si evolse nel tempo. All'inizio esso era vista come un mezzo di trasporto innovativo destinato solamente al ceto più abbiente, poi (grazie al fordismo¹³) diventò un bene stabilmente presente nel paniere della maggior parte dei cittadini. Questa standardizzazione delle vendite avvenne dopo la Seconda Guerra Mondiale.

La proliferazione di veicoli popolari, acquistabili a cifre accettabili, unita al fatto che l'automobile contribuiva a definire lo *status symbol* dei suoi possessori, fece esplodere la domanda di auto *premium* da parte delle persone con un reddito superiore alla media. È l'epoca d'oro dell'automobilismo. È in questo periodo che vengono prodotte alcune delle automobili più famose di sempre, veri e propri gioielli di ingegneria e design che ancora oggi sono tra le più desiderate e tra le più care.

Basti pensare alla Ferrari 250 GTO (1962) che nel 2018 è stata battuta all'asta per 48.405.000\$ o alla Mercedes-Benz W196 (1954), con la quale Juan Manuel Fangio vinse un mondiale di Formula 1, che fu battuta per 31.837.000\$ nel 2012.

¹¹ CAPM: modello matematico che determina una reazione tra il rendimento dell'investimento e la sua rischiosità.

¹² Arbitrage Pricing Theory: è un modello che mette in relazione il rendimento di un titolo ai rendimenti di una serie di fattori di rischio e che presuppone l'assenza di opportunità di arbitraggio. È fattoriale e implica che attività con la medesima sensitività a un dato insieme di fattori macroeconomici devono necessariamente offrire gli stessi rendimenti attesi in condizione di equilibrio di mercato. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/>

¹³ Fordismo: basato sui principi del taylorismo, mirava ad accrescere l'efficienza produttiva attraverso una rigorosa pianificazione delle singole operazioni e fasi di produzione, l'uso generalizzato della catena di montaggio, un complesso di incentivi alla manodopera. Fonte: www.treccani.it

Leggendo questi dati esorbitanti si capisce perché alcuni veicoli vengano considerati vere e proprie opere d'arte e trattati come tali. Questo parallelismo tra auto e opere d'arte non è sfuggito agli occhi, sempre attenti, della finanza, tant'è che questo *asset class* è sempre più ambito tra gli investitori.

Ad oggi il mercato automobilistico è uno dei più importanti e voluminosi al mondo e dalle meno di 5 mila auto fatte a mano nel 1900 si è passato alle circa 75 milioni prodotte in massa nel 2019. Per molte persone l'auto è il secondo investimento più importante che faranno nella vita dopo quello per la casa.

L'evoluzione tecnologica ci ha permesso di avere oggi auto sempre più performanti. Nonostante ciò, però, il fascino delle auto d'epoca è rimasto invariato. In questi ultimi decenni questo mercato ha raggiunto il suo massimo volume di sempre. Mische e Spizzirri¹⁴ hanno ripartito il mercato delle auto d'epoca in cinque periodi, al fine di avere una visione ordinata della sua evoluzione:

- Pre-1950 (Collezionisti aristocratici): il collezionismo in questo periodo era riservato a una comunità ristretta di persone possedenti ingenti capitali ed era visto maggiormente come un hobby. Era sviluppato maggiormente negli USA;
- 1950-1980 (Collezionisti Esclusivi): durante questo periodo il mercato era formato maggiormente da privati ad alto reddito. Le valutazioni erano molto soggettive e i prezzi estremamente volatili;
- 1981-1995 (Collezionisti e Hobbisti): il mercato comincia ad essere più regionalizzato. La crescita del mercato è alimentata dalla consapevolezza dei valori crescenti di alcune vetture e di una grande domanda per questi asset. Cominciano ad emergere i primi mercati formali e le prime aste specializzate. Nascono numerosi club e associazioni per i possessori di auto classiche;
- 1996-2005 (Appassionati e Collezionisti): è un periodo di grandi e repentini cambiamenti in questo mercato che, tuttavia, si è consolidato come solido e sostenibile. L'avvento della tecnologia avvicina anche i collezionisti dal reddito minore, che possono studiare il mercato grazie a inventari accessibili a tutti e portare a termine l'investimento più adatto al proprio budget. Aumenta la ricchezza generale, soprattutto nell'UE, e i mercati francesi e inglesi si avvicinano a quelli statunitensi;
- 2005-Presente (Mercato Globale dei collezionisti e degli Investitori): nasce la figura dell'investitore globale che sfruttando la tecnologia tiene d'occhio le aste e le vendite private di tutto il mondo. Si sviluppano nuovi mercati (soprattutto quello cinese). Grazie ai fondi d'investimento specializzati, che in questo periodo proliferano, non è più necessario essere responsabili direttamente dell'asset acquistato, risparmiando ingenti costi accessori. Il mercato si espande notevolmente, grazie ai sempre più efficienti canali di comunicazione e alla diffusione di riviste specializzate. Sempre più sono, dunque, gli utenti che si affacciano a questo mercato; anche per cercare investimenti alternativi a quelli più tradizionali.

¹⁴ Mische & Spizzirri (2014): "Alternative asset class investments: the case for classic cars"

Secondo l'analisi di Knight Frank¹⁵ (esposta a marzo 2020) la performance generale del mercato dell'auto classica nel 2019 è stata negativa. L'indice Hagi Top è diminuito del 6,69% nell'ultimo anno. Resta comunque ampiamente positiva (sopra il 12%) la media dei rendimenti di lungo periodo. Le cause di questa frenata, secondo Knight Frank, possono essere attribuite principalmente alle modifiche legali dovute ai dibattiti ambientali. Gli esemplari di alta qualità continuano ad avere un buonissimo mercato. In questo senso vanno segnalate alcune vendite eccezionali avvenute durante l'anno trascorso. La Ferrari 312T vincente del Campionato mondiale di F1 del 1975 e guidata da Niki Lauda è stata venduta a più di 6 milioni di dollari, pochi mesi dopo la morte di quest'ultimo. Meglio hanno fatto l'Alfa Romeo 8C 2900b (del 1939) veduta a 16,7 milioni di euro e la McLaren F1 LM che è stata venduta a 19 milioni di dollari nell'agosto 2019.

Nel 2020 questo mercato è stato caratterizzato dall'incertezza. La crisi sanitaria, ancora in corso, ha causato molte perdite ma accelerato la transazione verso le piattaforme di vendita digitali, aumentando la platea dei potenziali investitori. Più avanti verrà fornito un'analisi più dettagliata della situazione del mercato nel 2020.

1.5 Caratteristiche del mercato delle auto d'epoca

Diversi sono i fattori che caratterizzano questo mercato¹⁶. Come per tutti i beni da collezione, molti acquirenti di auto classiche sono solo collezionisti disinteressati dal profitto.

Le transazioni avvengono prevalentemente attraverso tre canali: aste, concessionari specializzati e scambi tra privati. Anche per questo motivo il mercato è molto illiquido. Lo è ancora di più di quello degli altri beni da collezione a causa della difficoltà di trasporto e stoccaggio delle auto.

È un mercato, inoltre, segmentato territorialmente a causa di barriere legali, delle (già citate) difficoltà di trasporto e della domanda condizionata dalla nazionalità del bene.

Col tempo, nonostante il mercato privato resti il più utilizzato per le transazioni, è aumentata la trasparenza; questo ha facilitato la formazione di indici di prezzo utilizzati come *benchmark* per la valutazione degli investimenti. Knight Frank, ad esempio per fare le sue valutazioni sul mercato delle auto d'epoca utilizza l'indice Hagerty.

I principali indici di questo mercato verranno approfonditi in seguito.

Ma quali sono le ragioni per investire in questo mercato? E i motivi per non farlo?

Si è già discusso (e si approfondirà in seguito) del fatto che i rendimenti, aggiustati per il rischio e non di particolari categorie di veicoli, siano superiori a quelli di molti investimenti considerati più tradizionali. A differenza di questi ultimi, inoltre, il possesso di un'auto d'epoca potrebbe generare un rendimento emozionale.

¹⁵ www.knightfrank.com

¹⁶ Dries Laurs, Luc Renneboog (2018): "My kingdom for a horse (or a classic car)"

Secondo lo studio di Laurs e Renneboog¹⁷ in media, nelle ultime due decadi, i rendimenti (e i rendimenti aggiustati per il rischio) degli investimenti in auto hanno avuto una performance superiore a quella dell'equity e di altri investimenti emozionali come le opere d'arte; hanno perso invece il confronto con i bond e con l'oro. I maggiori ricavi annuali sono stati generati dagli investimenti in *blue chip* (le 25 auto più ricercate del dopoguerra) e *italian classic*.

Il fatto che l'andamento prestazionale di questo mercato è, molto spesso, scarsamente correlato a quello di azioni, titoli di stato e altri investimenti più comuni lo rende molto desiderato da chi voglia diversificare il proprio portafoglio per proteggersi maggiormente dal rischio.

Data la natura reale e tangibile dei veicoli essi possono essere anche considerati "riserve di valore". Essendo, infatti, beni che conservano le loro proprietà peculiari nel tempo possono essere acquistate per proteggere i propri risparmi dall'inflazione e dalle flessioni di mercato.

Qualora si voglia investire in questi asset vanno considerati, però, i maggiori costi, non solo economici, che si devono sopportare. Oltre agli elevati costi di transazione e di commissione, bisogna tener conto dei costi di trasporto, di posteggio, di manutenzione, di assicurazione ed eventualmente anche di restauro nel caso si voglia aumentare il valore dell'automobile.

Il fattore che scoraggia maggiormente l'entrata in questo mercato resta, però, la già citata illiquidità. La difficoltà nel rivendere, ad un prezzo adeguato in tempi ristretti senza l'ausilio delle aste (che sono a cadenza pluri-mensile) potrebbe obbligare l'investitore, che ha bisogno di liquidità immediata, ad effettuare una svendita improvvisa che farebbe crollare il prezzo dei beni. Un fenomeno molto simile, dunque, a quello che in ambito bancario è detto *fire sale*¹⁸.

Mische e Spizzirri¹⁹ hanno individuato i fattori che maggiormente influenzano la domanda di auto d'epoca. Vanno considerati, innanzitutto, gli elementi più "generalisti" come ricchezza, eccesso di liquidità, tassi d'interessi bassi e molti altri.

Oltre questi, però, gli investimenti in auto d'epoca (come già accennato) dipendono anche da fattori più irrazionali come emozioni personali, orgoglio nazionalistico e mode del momento. Per avere una visione più oggettiva e ordinata di questi fattori i due professori ne hanno definito i principali.

In primo luogo, vanno considerate le motivazioni individuali del collezionista/investitore come il desiderio, la nostalgia, l'orgoglio e in generale l'attaccamento emotivo ad una determinata auto. Le preferenze personali per un'automobile specifica rientrano nella sfera dei fattori emotivi.

Non vanno trascurate le considerazioni meramente finanziarie come: prezzi, potenziale crescita, apprezzamento del capitale, diversificazione del portafoglio e redditività. Il valore economico delle attività stesse e il possibile apprezzamento atteso dei beni sono molto importanti, soprattutto in caso di investimento a scopo speculativo. La liquidità e dunque la facilità con la quale si pensa di poter rivendere l'auto in futuro è altrettanto apprezzabile.

¹⁷ Dries Laurs, Luc Renneboog (2018): "My kingdom for a horse (or a classic car)"

¹⁸ Fire Sale: vendita di asset ad un prezzo estremamente scontato in tempi brevi. Il motivo principale che la satuisce è il bisogno immediato di liquidità.

¹⁹ Mische & Spizzirri (2014): "Alternative asset class investments: the case for classic cars"

Domanda e offerta di una categoria specifica di auto, in un dato momento, possono spingere l'investitore ad affrettare l'acquisto per paura di essere anticipato.

La provenienza dell'auto certificata e il suo pedigree (che comprende la documentazione degli interventi effettuati, stato della manutenzione e la prova dell'autenticità di tutte le componenti) sono dei biglietti da visita che se presenti rendono un'auto più appetibile.

La combinazione di questi fattori può rendere il mercato delle auto d'epoca più attrattivo, più accessibile, più redditizio di quello degli altri investimenti alternativi.

Esistono dei parametri oggettivi per poter valutare un'auto d'epoca dal punto di vista tecnico. Rarità, condizione, autenticità, e marca dell'auto esulano, infatti, dalle considerazioni emotive e finanziarie.

La rarità è direttamente proporzionale alla preziosità dell'auto in quanto, salvo rare eccezioni, la scarsità di offerta di un bene ne fa aumentare il valore. Per rarità non si intende solamente il numero esiguo di vetture in circolazione ma anche un dettaglio che rende l'auto unica o quasi, come la sua specifica apparizione in un film o ad un evento particolare o la storia di uno dei suoi proprietari.

Ad esempio²⁰, la Panda 4x4 (che è una delle auto più presenti in Italia e quindi meno rare) appartenuta a Gianni Agnelli è stata battuta da Aste Bolaffi per 37.000 euro nel 2019. Un esemplare in buone condizioni è acquistabile a un paio di migliaia di euro in qualsiasi negozio di auto usate.

Simile importanza è data alla storia sportiva dell'auto. Le auto che hanno partecipato (meglio se da vincitrici) a competizioni prestigiose come Formula 1, Mille Miglia o 24 ore di Le Mans avranno di certo un valore più alto delle sorelle usate solamente su strada.

La condizione è probabilmente la prima caratteristica che si valuta quando si vuole acquistare un'auto classica. Non tutti i danni possono essere risolti con un semplice restauro per l'introvabilità di alcuni pezzi di ricambio. Un'auto completamente integra avrà, quindi, un maggior valore.

Dagli acquirenti è anche molto apprezzata l'autenticità di tutto il veicolo. Un'auto che è rimasta tale e quale a quella uscita dalla fabbrica vale di più di una alla quale sono stati applicati ricambi non originali. Fondamentale è, dunque, avere un'adeguata documentazione storica dell'auto.

Oltre ai punti di cui sopra non va sottovalutato l'effetto del marchio. Alcuni marchi sono sinonimi di lusso, qualità e prestazioni e dunque le automobili appartenenti ad una determinata famiglia hanno valore a prescindere dalle loro caratteristiche precise.

Molte auto classiche aumentano il loro valore anno dopo anno. La dinamica che porta a questo apprezzamento è un processo praticamente uguale per tutte. La popolarità di una determinata auto aumenta (per qualsivoglia motivo), ciò fa aumentare la sua domanda, e dato che l'offerta rimane fissa l'auto subisce un apprezzamento.

Va considerato anche il fatto, già citato nel paragrafo 1, che l'emergere di nuovi mercati, e la conseguente creazione di nuova ricchezza, fa aumentare la domanda indipendentemente dall'aumento di popolarità dell'auto.

²⁰ <https://motori.virgilio.it/auto-epoca/fotonotizia/la-fiat-panda-4x4-agnelli/132307/>

Il vero punto di forza delle auto d'epoca è, dunque, la scarsità dell'offerta. Gli insegnamenti microeconomici, che ci dicono che il prezzo di equilibrio si ha quando la domanda incrocia l'offerta, non possono essere applicati in questo ambito. Un aumento della domanda causerà sempre l'aumento di valore di una determinata auto classica, in quanto è materialmente impossibile aumentarne l'offerta.

Baumol²¹, a conferma del concetto sopracitato, ha presentato cinque argomenti secondo cui il mercato dell'arte non è competitivo. Ciò rende improbabile che all'interno dello stesso si possano raggiungere prezzi di equilibrio. Questi argomenti sono espandibili anche al mercato delle auto classiche.

Per prima cosa le opere d'arte sono eterogenee in natura. Non esistono due opere d'arte perfettamente uguali. Anche molte auto classiche possono essere considerate uniche. Alcune di esse, infatti, o sono *limited edition* oppure hanno una storia che le rende particolari. Molto spesso l'unicità dell'auto è collegata ai suoi successi sportivi o ad uno dei suoi proprietari storici.

In secondo luogo, la rarità e la desiderabilità di alcuni asset rendono i proprietari monopolisti. I proprietari di auto d'epoca molto rare hanno molto potere contrattuale e dunque possono gonfiare di molto i prezzi di vendita.

Il terzo argomento afferma che le transazioni non avvengono continuamente e ciò rende difficile il monitoraggio del valore degli asset.

Simile a quest'ultimo è il quarto argomento che evidenzia la difficoltà nel reperire informazioni in questi mercati.

Per ultimo, bisogna considerare che non esiste una metodologia chiara per valutare un'opera d'arte o un'auto d'epoca. I prezzi possono, quindi, fluttuare senza meta e le loro oscillazioni sono imprevedibili.

1.6 Indici del mercato delle auto d'epoca: HAGI, Hagerty e K500

Non sono presenti moltissime banche dati che raccolgono le transazioni che avvengono in questo mercato e che ne analizzano gli effetti. La maggior parte di esse sono messe a disposizione da periodici o da società di consulenza. Gli studiosi di questi mercati spesso stimano i valori dei prezzi storici e li rapportano a quelli recenti oppure valutano la performance finanziaria storica di uno specifico veicolo.

Riviste molto famose in tal senso sono: *Classic Car Auction Yearbook* (sponsorizzato da Credit Suisse); il NADA (National Automobile Dealers Association); Sports Car Market; Gooding and Company, RM Auction e i pluri-citati Hagerty e Knight Frank.

Gli indici di prezzo mostrano la media dei prezzi di alcune determinate categorie di auto.

²¹ Baumol (1986): "Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game"

I tre indici più utilizzati, per valutare il mercato delle auto classiche, sono: HAGI²², Hagerty²³ e K500²⁴.

Tutti e tre sono stimati utilizzando panieri di diverse auto creati da esperti. Sono presenti in tutti e tre i casi diversi sottoindici più specifici per determinate categorie di auto. Molto particolare è l'importanza data da essi ad alcune marche di automobili. Il mercato della Ferrari è, ad esempio, evidenziato con un indice specifico in tutti e tre i casi.

L'indice HAGI (Historical Automotive Group Index) misura il valore e l'andamento storico del prezzo di molte auto classiche. Esso è basato su un metodo statistico che fa riferimento a sei indici specializzati. L'HAGI Top Index viene calcolato mensilmente sulla base di un paniere formato da 50 auto di 19 marche diverse, dal periodo pre-guerra a quello contemporaneo. Esso è molto utile per tenere sotto controllo l'andamento generale del mercato.

L'HAGI Top Ex P&F Index non computa al suo interno auto di marca Ferrari e Porsche e dunque tiene conto dell'andamento del mercato senza due delle sue marche più prestigiose. L'HAGI F Index è altamente specializzato e tiene conto del valore di mercato delle Ferrari prodotte a partire degli anni '50. Simili a quest'ultimo sono: l'HAGI P Index, che fotografa i movimenti del mercato delle Porsche prodotte dagli anni '50 ad oggi; l'HAGI MBCI che è basato sui veicoli Mercedes-Benz e infine l'HAGI LPS che serve a monitorare il mercato delle Lamborghini.

L'indice Hagerty (dal nome dell'agenzia assicurativa americana che lo rilascia) è pubblicato dal 2007 ogni quadrimestre. Esso monitora diversi segmenti del mercato delle auto classiche ed è, infatti, suddiviso in sette sotto indici che prendono il nome dalle caratteristiche delle auto: 1950s American, Affordable Classic (auto storiche più commerciali e di minor valore), Blue Chip (le auto di maggior valore), German Collectible, Ferrari e Muscle Car.

L'indice K500 (rilasciato da Kidston S.A.) monitora i dati di 500 vetture classiche. Esso è suddiviso nelle seguenti categorie: Porsche, Ferrari (di tre periodi diversi), Pre e Post War (a loro volta divisi in Americane e Inglesi), Affordable Classic e Post-War Racing Car.

²² <http://www.historicautogroup.com/>

²³ <https://www.hagerty.com/>

²⁴ <https://k500.com/>

2. Rischio, rendimento e performance di mercato

2.1 Introduzione agli investimenti in auto d'epoca

Secondo Mische e Spizzirri²⁵ un investimento in auto classiche, per essere redditizio, deve seguire il seguente iter: bisogna, innanzitutto, individuare un adeguato tipo di auto e accettarsi della sua provenienza e del suo background; poi bisogna acquistare l'asset al prezzo più basso possibile; bisogna essere abili nel mantenere l'attività per il tempo ottimale e cederla al momento giusto e, infine, bisogna ottenere il massimo guadagno possibile dalla vendita. Decisamente più facile a dirsi che a farsi!

Per operare in questo mercato sono necessarie, dunque, conoscenze tecniche eccellenti che prescindono dalle, comunque propedeutiche, sole conoscenze finanziarie. È opinione comune, infatti, che la parte più difficile del processo sopracitato è la scelta dell'auto da acquistare. Non sempre è facile apprendere la storia di un'auto e la sola ispezione visiva non basta ad evitare potenziali truffe.

Per determinare l'accuratezza della documentazione dell'auto servono anni di formazione e una conoscenza del veicolo specifico che si analizza. Molto spesso, infatti, i tecnici devono verificare la veridicità dei codici presenti sul telaio, sul motore e su altre componenti e accertare che l'auto che si vuole acquistare sia tale a quale a come era uscita dalla fabbrica. È necessaria anche una certa cultura generale sul mondo dell'automobilismo (soprattutto quello sportivo) perché è essa, unita all'intuizione, che permette di vedere un investimento vantaggioso laddove le persone comuni vedono un ammasso di ferraglia con le ruote.

Molto importante è anche la conservazione dell'automobile durante l'*holding period*. Sta al singolo investitore/collezionista decidere se non percorre chilometri con l'automobile, al fine di conservarne l'integrità e di preservarsi da spiacevoli incidenti, oppure goderla a pieno rischiando di farne abbassare il valore.

Va anche considerato che, qualora si opti per la seconda opzione, si potranno ottenere dei guadagni extra dall'uso dell'auto. Ad esempio: il canone di affitto che si otterrebbe qualora la si conceda in prestito durante determinate cerimonie o le percentuali sugli incassi qualora la si ceda ad un museo per una mostra.

Facendo attenzione a tutti questi fattori si possono ottenere buoni rendimenti investendo in auto classiche. La maggior parte delle riviste che trattano l'argomento delle auto d'epoca tendono ad essere ottimiste riguardo la futura crescita del valore delle vetture. Esse basano le loro tesi sulle osservazioni dei rendimenti storici che, soprattutto, nell'ultimo periodo sono stati positivi per molte categorie di auto.

Ma come vengono calcolati i rendimenti delle auto d'epoca (e dei beni da collezione in generale)?

²⁵ Mische & Spizzirri (2014): "Alternative asset class investments: the case for classic cars"

2.2 Metodi per il calcolo dei rendimenti dei beni da collezione

Verranno esposti di seguito tre metodologie²⁶ utilizzate per calcolare i rendimenti dei beni da collezione.

1. Il primo metodo, utilizzato soprattutto dai non economisti, consiste nella creazione di un indice che mostrerà il valore medio di elementi specifici appartenenti ad un insieme (o paniere). Gli elementi specifici saranno, nel nostro caso, le auto d'epoca. L'indice può essere fisso o variabile.

Per costruire un indice fisso si scelgono, in un determinato istante, gli elementi che andranno a comporre il paniere. Dopo intervalli di tempo predeterminati, si aggiornano i valori degli asset ai prezzi correnti di mercato così da poter osservare se (mediamente) il valore di quei beni sia aumentato o meno. Si verifica, dunque, la variazione di valore delle auto che compongono il paniere, da un intervallo all'altro.

Un esempio banale ma efficace potrebbe essere quello di un indice che mostrerà il valore di un paniere composto da tutte le Porsche prodotte dal 1965 al 1975. I modelli di Porsche che sono all'interno del paniere non verranno mai sostituiti con altri. Questo indice sarà utile per monitorare l'andamento del valore di quelle specifiche automobili nel tempo.

La modalità scelta per monitorare il valore delle auto facenti parte del paniere è a discrezione del creatore dell'indice (ad esempio si potrebbe utilizzare il prezzo dell'ultima transazione che ha interessato l'auto).

In un indice variabile, invece, i beni che compongono il paniere possono essere modificati nel tempo, ovviamente, secondo una logica prestabilita. A titolo esemplificativo, si potrebbe fare un parallelismo con l'indice FTSE Mib (che si basa sulla media ponderata dei titoli delle 40 maggiori aziende per capitalizzazione quotate in Piazza Affari).

Si potrebbe creare, infatti, un indice variabile che monitora il valore medio di un paniere formato dalle 40 auto classiche italiane vendute ad un prezzo più alto durante l'anno corrente. Le auto presenti nel paniere, in questo caso, cambierebbero ogni anno.

Non esiste una modalità migliore in assoluto per formare un indice.

Il maggior pregio dell'indice fisso è che esso mantiene una "qualità" costante nel tempo. Quando si vuole mostrare l'andamento storico di un determinato mercato è più utile, infatti, evidenziare l'evoluzione nel prezzo di beni uguali.

Un indice variabile, tuttavia, fotografa il mercato attuale tenendo conto dei gusti più recenti degli investitori e delle mode. È quindi più attendibile qualora si voglia fare un investimento immediato.

L'indice fisso non tiene conto della perdita di interesse degli investitori per alcuni beni compresi nel paniere. Questi beni non avranno mercato e andranno a diminuire il valore totale dell'indice anche se, magari, altri beni (che contribuiscono alla formazione dello stesso indice) avranno un apprezzamento notevole.

²⁶ Burton & Jacobsen (1999): "Measuring Returns on Investments in Collectibles"

Un'altra importante suddivisione è quella che viene effettuata tra gli indici basati su panieri formati casualmente e indici basati su panieri scelti da esperti. Gli indici Hagi, Hagerty e K500 rientrano nella seconda categoria. In questo caso è opinione comune che gli indici basati sui giudizi degli esperti siano migliori. Ha senso creare panieri casuali solamente qualora si abbia la necessità di risparmiare sui costi di consulenza.

2. Il secondo metodo per ricavare un indice di prezzo (da cui calcolare i rendimenti) è usare una regressione edonica. È un processo inverso (parte dal prezzo attuale per andare a ritroso) che evidenzia come le diverse caratteristiche di un determinato asset ne influenzino il valore. Regredendo per diversi attributi si riesce a isolare meglio i fattori che hanno davvero contribuito al guadagno (o alla perdita).

Un esempio dell'utilizzo di questo metodo ci viene fornito da Dries Laurs e Luc Renneboog che, per uno studio esposto nel paper "My kingdom for a horse (or a classic car)"²⁷, hanno utilizzato la regressione edonica per studiare il mercato delle auto classiche.

I due hanno utilizzato i dati presenti sul database online "Sports Car Market's Platinum" in cui sono registrate più di 200 mila transazioni e in cui è possibile ottenere anche informazioni aggiuntive sulle auto oggetto delle compravendite. Sono state utilizzate, in questo studio, 29 mila dati sulle transazioni di auto prodotte prima del 1990, che al momento della compravendita avevano più di 25 anni e che disponevano di tutte le informazioni tecniche e del pedigree completo. I rendimenti utilizzati nei calcoli sono quelli dei buoni del tesoro statunitensi a 3 mesi e 1 anno, rendimenti di azioni, obbligazioni e oro e infine rendimenti più specifici basati sull'Artprice Global Index.

Vengono utilizzati due approcci per la costruzione di indici edonici: l'indice di imputazione edonica (HI: hedonic imputation) e il time-dummy hedonic (DTH).

Il metodo HI consente di modificare nel tempo i parametri utilizzati, mentre utilizzando il DTH i parametri restano costanti. In questo studio viene utilizzato prevalentemente il primo metodo perché permette di focalizzarsi maggiormente sul cambiamento di importanza che i vari parametri delle automobili subiscono nel tempo; il DTH viene utilizzato per il test di robustezza statistica²⁸.

Di seguito è presentato il modello utilizzato per il calcolo dei rendimenti; le variabili "dummy" o "binarie"²⁹ del modello catturano gli effetti che il tempo (l'età) ha sull'indice di prezzo che è corretto per i vari parametri del veicolo:

²⁷ Dries Laurs, Luc Renneboog (2018): "My kingdom for a horse (or a classic car)"

²⁸ Una statistica si dice robusta se produce risultati inferenziali che sono relativamente insensibili a modifiche nelle assunzioni del modello statistico. Fonte: http://www.treccani.it/enciclopedia/robustezza-statistica_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

²⁹ Una variabile dummy è una variabile che prende il valore 1 se una particolare caratteristica è vera, e 0 altrimenti. Fonte: https://www.treccani.it/enciclopedia/variabili-dummy_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

$$\ln P_{it} = \sum_{m=1}^M \alpha_m X_{mit} + \sum_{t=1}^T \beta_t \delta_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

In questa formula nella parte sinistra è presente il logaritmo naturale del prezzo aggiustato per l'inflazione dell'auto i al tempo t . X_{mit} rappresenta l' m -esima caratteristica X dell'auto i al tempo t , δ_{it} rappresenta la variabile binaria che vale 1 se l'auto è stata venduta all'asta al tempo t (vale 0 altrimenti). Il prezzo ombra (o implicito) della m -esima caratteristica X è rappresentata da α_m .

I livelli dell'indice DHT si calcolano utilizzando la seguente formula:

$$I_t = \exp(\beta_t) * 100 \quad (2)$$

Nell'Equazione 2: I_t è il prezzo DHT dell'indice dell'auto classica al tempo t ; β è la variabile binaria dell'equazione 1, corrispondente all'anno t . I rendimenti derivanti dall'indice sono composti (geometrici); vanno dunque corretti con la disegualianza di Jensen.

$$I_t^* = I_t \exp(SE_{\beta_t}^2 / 2) \quad (3)$$

Nell'equazione 3: I_t^* rappresenta l'indice corretto e non distorto al tempo t ; $SE_{\beta_t}^2$ è l'errore quadratico medio del coefficiente β corrispondente all'anno t .

Uno svantaggio della presente metodologia di regressione edonica è che può sottovalutare la volatilità dei rendimenti. Questo può avvenire per due ragioni. La prima è conseguente all'*appraisal smoothing* ovvero il fatto che quando un elemento è scambiato di rado il suo valore dipende dalle precedenti osservazioni sui prezzi che sono solo parzialmente aggiustate in ogni periodo.

La seconda è perché i rendimenti sui quali l'indice si basa possono soffrire di autocorrelazione seriale; questo è noto come *Working effect*³⁰.

Una doverosa assunzione da fare quando si ha a che fare con qualsiasi metodologia di regressione edonica è che una grande percentuale della varianza nella variabile dipendente è catturata dalle caratteristiche edoniche.

Per la costruzione di questi indici sono tenute in considerazione numerose proprietà dell'automobile che, di seguito, verranno esposte. Alcune sono classificabili più facilmente e oggettivamente (come l'anno di produzione o la cilindrata motore), per catturare altre proprietà invece bisogna fare stime più elaborate.

L'anno di produzione dell'auto è fondamentale per la determinazione del suo valore; la classificazione storica viene effettuata (ai fini della costruzione di questo indice) secondo periodi convenzionali scelti da esperti del settore.

Un'altra importante caratteristica è la cilindrata del motore, in quanto essa è positivamente correlata alla potenza del motore e dunque (generalmente) alla velocità complessiva dell'auto.

L'autenticità è misurata tenendo conto della percentuale delle componenti del veicolo che presentano il numero di matricola di fabbricazione. Questo metodo è definito *matching numbers*.

Un'auto dalla storia affascinante ma dalle condizioni pessime avrebbe poco mercato; è assegnato ai veicoli un punteggio tra 1 a 6 (1 se è in condizioni perfette, 6 se è utile solo per i pezzi di ricambio).

La rarità dell'auto è calcolata tenendo conto del numero totale di auto prodotte per marca e modello.

La storia sportiva di un'auto, specie se costellata di successi, fa di certo bene al valore del veicolo; si usano degli indicatori che evidenziano la partecipazione di un'auto alle gare automobilistiche più prestigiose.

Un'ulteriore suddivisione è fatta in base alla marca dell'automobile; la Ferrari è di certo il marchio più prestigioso, subito seguito da Porsche.

Le ultime classificazioni si fondano sulle caratteristiche estetiche come il design dell'auto, il suo tipo di carrozzeria e il colore e caratteristiche tecniche molto particolari come, ad esempio, il fatto che l'auto monti un motore V8 o meno.

Nello studio effettuato da Laurs e Renneboog le auto sono state classificate in base a tutte le caratteristiche sopra elencate.

La tabella 1, riportata di seguito, mostra la suddivisione delle auto rilevate secondo le seguenti caratteristiche: marca dell'auto, periodo di fabbricazione, condizione, modalità di vendita e tipo di carrozzeria. Da questi dati verranno poi calcolati i rendimenti reali e nominali.

³⁰ Working (1960): "Note on the correlation of first-differences of averages in a random chain."

La tabella 2 ci mostra, invece, un esempio di come i rendimenti delle auto variano in base alle caratteristiche peculiari dell'auto. In questo caso vengono prese in considerazione: la categoria dell'auto, lo Stato di provenienza, la marca e il periodo di fabbricazione. È importante mostrare questi risultati per dare un senso alle formule precedentemente esposte.

Entrambe le tabelle provengono dal paper originale pubblicato dai due ricercatori.

Category	Observations	Percentage	Average price (USD2017)	Median Price (USD2017)
<i>Make</i>				
Alfa Romeo	80	0.28%	\$638,084	\$83,518
Aston Martin	115	0.40%	\$534,287	\$266,160
Bugatti	183	0.63%	\$1,038,764	\$590,405
Cadillac	841	2.90%	\$116,743	\$69,337
Chevrolet	4522	15.59%	\$77,360	\$48,812
Delahaye	85	0.29%	\$581,862	\$243,214
Duesenberg	145	0.50%	\$1,342,825	\$1,057,496
Ferrari	1538	5.30%	\$1,213,115	\$308,413
Ford	2831	9.76%	\$77,461	\$34,215
Lamborghini	186	0.64%	\$412,356	\$236,896
Jaguar	1461	5.04%	\$175,485	\$75,846
Maserati	348	1.20%	\$399,114	\$131,736
Mercedes-Benz	1461	5.04%	\$391,573	\$86,425
Porsche	1022	3.52%	\$243,879	\$79,442
Talbot-Lago	70	0.24%	\$1,043,540	\$343,121
<i>Era</i>				
Veteran	326	1.12%	\$221,838	\$96,582
Brass	493	1.70%	\$281,559	\$90,023
Vintage	1212	4.18%	\$268,039	\$78,048
Pre-war	3650	12.59%	\$342,731	\$99,127
Post-war	21,281	73.38%	\$204,865	\$52,902
Modern classic	2040	7.03%	\$89,086	\$22,594
<i>Condition</i>				
1	4755	16.40%	\$501,988	\$137,364
3	9691	33.41%	\$127,242	\$36,110
5	962	3.32%	\$51,770	\$16,568
<i>Auctioneer</i>				
Bonhams	4726	16.29%	\$254,692	\$81,318
RM Sotheby's	414	1.43%	\$1,034,965	\$274,803
Christie's	899	3.10%	\$220,639	\$87,868
<i>Type</i>				
Coupe	9434	32.53%	\$224,024	\$52,109
Racer	698	2.41%	\$941,635	\$204,159
Roadster	3249	11.20%	\$382,073	\$84,581
Sedan	2890	9.96%	\$79,493	\$26,454
Concept car	35	0.12%	\$862,238	\$474,205
Total sample	29,002		\$218,206	\$55,884

Tabella 1. Fonte: My Kingdom for a horse (or a classic car). Dried Laurs & Luc Rennebog, 2018

Panel A: Nominal results					
Sub-index	Obs.	Average return (Arithmetic)	Average return (Geometric)	Volatility (nom. returns)	Sharpe ratio
CCCA approved	2488	5.28%	4.20%	15.60%	0.21
Affordable classics	911	6.34%	5.20%	15.23%	0.29
Blue Chip	833	12.50%	10.29%	22.60%	0.47
German classics	3398	7.01%	6.02%	15.08%	0.33
Italian classics	3164	11.28%	9.78%	19.09%	0.54
British classics	5132	6.29%	5.16%	12.22%	0.35
American classics	15,025	4.53%	3.98%	11.17%	0.23
Ferrari	1538	13.76%	10.81%	26.54%	0.44
Porsche	1022	9.44%	7.60%	20.77%	0.36
Mercedes-Benz	1495	6.95%	5.56%	17.44%	0.29
Veteran & Brass	819	8.23%	6.17%	21.71%	0.29
Vintage	1212	8.98%	6.12%	25.45%	0.28
Pre-war	3650	3.43%	2.20%	15.94%	0.09
Post-war	21,281	5.88%	5.35%	10.53%	0.37
Modern classic	2040	7.16%	6.23%	14.30%	0.36
Total sample	29,002	5.63%	5.15%	10.44%	0.35
Panel B: Real results					
Sub-index	Obs.	Average return (Arithmetic)	Average return (Geometric)	Volatility (real returns)	Sharpe ratio
CCCA approved	2488	3.24%	2.07%	15.89%	0.20
Affordable classics	911	4.09%	2.99%	15.23%	0.26
Blue Chip	833	10.04%	7.93%	21.95%	0.45
German classics	3398	4.72%	3.77%	12.03%	0.38
Italian classics	3164	8.87%	7.45%	18.43%	0.48
British classics	5132	4.03%	2.92%	11.73%	0.34
American classics	15,025	2.28%	1.77%	10.72%	0.20
Ferrari	1538	11.29%	8.45%	25.82%	0.43
Porsche	1022	7.04%	5.30%	19.88%	0.35
Mercedes-Benz	1495	4.71%	3.32%	17.15%	0.27
Veteran & Brass	819	5.96%	3.93%	21.71%	0.27
Vintage	1212	6.74%	3.88%	25.45%	0.26
Pre-war	3650	1.23%	0.48%	15.94%	0.07
Post-war	21,281	3.62%	3.13%	10.53%	0.33
Modern classic	2040	5.05%	4.14%	14.30%	0.35
Total sample	29,002	3.37%	2.91%	10.03%	0.33

Tabella 2. Fonte: My Kingdom for a horse (or a classic car). Dried Laurs & Luc Rennebog, 2018

Le auto d'epoca si sono apprezzate a un tasso nominale medio del 5,63% (reale del 3,37%) dall'anno 1990 all'anno 2017.

Si evince dalla Tabella 2 come i rendimenti (e i rendimenti aggiustati per il rischio) delle auto siano classificati in base alle caratteristiche peculiari delle stesse.

È evidente la differenza tra rendimenti delle auto con caratteristiche diverse. Molte categorie di auto, infatti, si discostano molto dai valori medi. In positivo e in negativo.

Un'ulteriore conferma del fatto che, quando si investe in questi asset, bisogna valutare ogni investimento singolarmente.

Per la costruzione di queste tabelle sono stati utilizzati i dati di vendita di un periodo che va dal 1998 al 2017; dunque i risultati raggiunti potrebbero risultare obsoleti al giorno d'oggi.

Più avanti sarò, infatti, presente un altro studio che traccia il mercato di alcune classi di auto dal 2010 al 2020. Non è necessario, quindi, approfondire i risultati ottenuti dai due ricercatori in questa sede. Era doveroso, però, mostrare un esempio di una delle numerose metodologie che vengono utilizzate per calcolare gli indici di prezzo dei beni da collezione.

3. Un ulteriore metodo per calcolare i rendimenti dei collectible è quello di usare la regressione delle vendite ripetute (RSR: repeat-sale regression³¹). È usato molto per la valutazione degli immobili. Esso valuta come le valutazioni di alcuni asset variano nel tempo concentrandosi sui prezzi storici di quei determinati beni.

Questo metodo non è propriamente indicato per la valutazione delle auto classiche in quanto, a differenza del mercato immobiliare, è più difficile reperire dati di acquisti e vendite. A differenza del modello della regressione edonica questo valuta i beni nel loro complesso, tralasciando le caratteristiche peculiari degli stessi. Potrebbe essere ritenuto più intuitivo da molti investitori. Il difetto maggiore di questo metodo è che valuta unicamente i beni che hanno subito più di due transazioni di acquisto, tralasciando tutti gli altri.

Un'importante indice che si basa su questo metodo è il Mei Moses³². Quest'ultimo, sviluppato da Jianping Mei e Michael Moses nel 2002, era stimato sui prezzi di opere d'arte appartenenti al periodo 1875-2000.

Si potrebbe considerare anche un quarto metodo che è un ibrido tra l'RSR e la regressione edonica. Esso, però, non è molto utilizzato per valutare i rendimenti delle auto d'epoca.

2.3 Rischio negli investimenti in auto d'epoca

Tutti gli investitori vorrebbero che i propri capitali siano allocati nel modo migliore al fine di massimizzare i rendimenti. Fare un investimento valutando solo il potenziale rendimento è, però, molto sbagliato. È necessario, infatti, fare anche un'attenta analisi dei rischi (finanziari e non) ai quali si va incontro.

Nei mercati un rendimento positivo è sempre associato ad un rischio di rendimento negativo e, tendenzialmente, i rendimenti e i rischi sono sempre proporzionali fra loro.

Verranno esposti di seguito alcuni dei maggiori rischi³³ correlati agli investimenti più tradizionali:

- Rischio di credito: si ha quando c'è la possibilità che il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di restituzione del capitale e del pagamento degli interessi;

³¹ <https://www.investopedia.com/terms/r/repeatsales-method>

³² Per approfondire: Mei & Moses (2002): "Art as an investment and the underperformance of masterpieces."

³³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario>

- Rischio di tasso d'interesse: è il rischio che si manifesta quando una modifica alla struttura dei tassi d'interesse modifica il valore delle attività sensibili alla variazione dello stesso;
- Rischio di liquidità: è il rischio che si ha quando le attività non sono liquidabili in tempi brevi al prezzo adeguato. Quando si posseggono attività non liquide, e si ha bisogno di liquidità, le stesse potrebbero essere vendute ad un prezzo inferiore del loro valore;
- Rischio di cambio: è il rischio che variazioni nel tasso di cambio, tra valute diverse, possa avere un impatto sfavorevole sulle proprie attività.

Molte persone operano nei mercati degli investimenti alternativi proprio perché in essi è presente un rapporto rischio-rendimento diverso da quello correlato agli strumenti tradizionali. Sarebbe bene giudicare ogni investimento a sé ma, ai fini della seguente trattazione, è utile esporre alcuni dei maggiori rischi collegati agli investimenti alternativi e soprattutto a quelli in auto classiche.

Tra i rischi principali connessi agli strumenti tradizionali, il più presente quando si investe in beni da collezione è il rischio di liquidità. I collectible hanno come caratteristica intrinseca l'unicità (o quantomeno la rarità). È praticamente impossibile, per questo, standardizzare le operazioni di compravendita e velocizzarle. È quasi sempre necessaria una contrattazione diretta tra compratore e venditore senza avere la certezza che alla fine si riesca a trovare un accordo.

Il problema della mancanza di liquidità è amplificato quando si ha a che fare con le auto d'epoca. La difficoltà di trasporto e le complesse questioni burocratiche allungano di molto i tempi necessari affinché una transazione vada effettivamente in porto.

Sono molti, inoltre i rischi specifici collegati ai beni da collezione e non agli strumenti tradizionali.

Il primo di essi è il rischio di autenticità: esso è maggiore quando i certificati e la documentazione di un bene sono assenti oppure quando ci si affida a canali di vendita poco controllati, come i venditori privati. Per le auto gli elementi più facilmente manipolabili e quindi a rischio truffa sono i documenti, il contachilometri e i pezzi interni sostituibili con copie false. Per mitigare questo rischio è necessario essere accompagnati da esperti del settore al momento dell'acquisto.

Il rischio fisico è dovuto al potenziale pericolo di danneggiamento del bene qualora esso non sia conservato al meglio. Nel caso delle auto, tuttavia, i costi per il posteggio possono essere molto elevati, soprattutto nelle grandi città.

Collegato a quest'ultimo è il rischio di criminalità. Furti e atti di vandalismo sono all'ordine del giorno quando si ha a che fare con beni di grande valore.

Il rischio di qualità è quello strettamente connesso agli aspetti tecnici e di lavorazione del bene. Esso è molto accentuato nelle auto perché, oltre ad accettarsi delle condizioni generali

al momento dell'acquisto, bisognerebbe prevedere l'affidabilità nel medio-lungo termine. Molto importante, in tal senso, è poter accedere alla documentazione di tutti i lavori meccanici fatti sull'auto.

Molto sottovalutato è il rischio giuridico. Quando si ha a che fare con i beni da collezione le tasse (o le agevolazioni) possono incidere notevolmente sui rendimenti complessivi. Particolarissimo è il caso delle auto d'epoca. Con la recente tendenza dei legislatori di tassare le attività che potrebbero risultare inquinanti e di agevolare (con eco-incentivi e sgravi fiscali) quelle più ecologiche è difficile prevedere quale evoluzione subirà la legislazione in materia di veicoli d'epoca.

Il rischio stilistico³⁴ è quello che, per essere mitigato, richiede una grande conoscenza tecnica delle automobili che si vuole acquistare e un buonissimo intuito.

Esso dipende dal fatto che la domanda futura dei beni che si dovranno disinvestire dipenderà molto dai gusti del tempo che sono difficili da prevedere. È molto spesso sottostimato, anche a causa del pregiudizio di sopravvivenza³⁵ ma, se si è abili, può anche essere usato a proprio favore.

Un esempio calzante è quello della DeLorean DMC-12, prodotta dal 1981 al 1983, anno in cui è stata ritirata dal mercato a causa del flop delle vendite. Questa particolare auto è stata decisamente e clamorosamente rivalutata a seguito della trilogia cinematografica "Ritorno al futuro" che ha mutato i desideri dei consumatori e la ha resa un vero e proprio cult. Per una DeLorean originale in ottime condizioni oggi si potrebbero pagare circa 70.000/80.000 dollari a fronte dei 22.000 dollari (circa 50.000 ad oggi considerata l'inflazione) necessari al lancio. Questo ci fa notare come la riconosciuta mediocrità tecnica e stilistica dell'auto non sia stata d'intralcio ad una sua rivalutazione. Il valore di un'auto è, dunque, molto dipendente dalle mode passeggere. Cosa sarebbe successo al valore dell'auto se il film fosse stato un flop?

2.4 Performance attuali e storiche del mercato delle auto d'epoca

È stato spesso citato, nei precedenti capitoli, il fatto che molte persone scelgono di investire in beni da collezione (e quindi anche in auto d'epoca) in quanto essi possono aiutare a diversificare il proprio portafoglio. Ma è effettivamente vero che gli investimenti in auto d'epoca sono scarsamente correlati a quelli più tradizionali?

Di seguito verranno mostrati i rendimenti e i rendimenti aggiustati per il rischio degli investimenti in varie classi di auto d'epoca, tenendo conto di un *holding period* che va da

³⁴ Dimson & Spaenjers (2014): "The investment performance of art and other collectibles."

³⁵ Il survivorship bias, o pregiudizio di sopravvivenza, è l'errore logico che si commette concentrandosi su persone o cose che hanno superato un certo processo di selezione, trascurando gli elementi che non hanno superato la selezione stessa. Fonte: Wikipedia

inizio 2010 ad inizio 2020. Essi verranno in seguito confrontati con i rendimenti degli investimenti più tradizionali e verrà mostrata la loro correlazione.

I rendimenti che verranno utilizzati come benchmark di riferimento si basano sui seguenti indici e strumenti tradizionali³⁶: il DJIA (Down Jones Industrial Averages), lo S&P 500 Index, il NASDAQ Composite Index, il FTSE Mib, il prezzo spot dell'oro e i Bond USA di durata annuale. Per i dati relativi alle automobili verranno utilizzati gli indici Hagerty³⁷: Blue Chip, 1950s America, Affordable Classic, British Car, Ferrari e German Collectible. I rendimenti delle varie classi di auto vengono calcolati non tenendo conto dei costi accessori (essendo essi estremamente variabili) ma unicamente dei prezzi di acquisto/vendita.

La metodologia utilizzata per la comparazione tra i diversi strumenti sarà quella esposta da Stephen G. Martin³⁸ nel 2016. Esso, utilizzando i dati dell'Hagerty Index e considerando il periodo compreso tra il 2007 e il 2016, ha strutturato il seguente approccio.

Inizialmente si analizzano i rendimenti delle diverse classi di auto per il periodo preso in considerazione (nel nostro caso: 01/2010-01/2020) e si comparano a quelli degli investimenti tradizionali. Si ha così l' Holding Period Return, utile ad avere una panoramica generale sulla redditività degli investimenti.

$$HPR = \frac{P_{01/2020} - P_{01/2010}}{P_{01/2010}}$$

Successivamente si analizzano i rendimenti aggiustati per il rischio. Si calcolano, innanzitutto, i rendimenti composti (logaritmici) quadrimestrali.

$$r_{i,m} = \ln \left(\frac{P_{i,m}}{P_{i,m-1}} \right)$$

*m= periodo quadrimestrale

³⁶ I dati storici sono presi dal seguente sito: <https://it.investing.com/>

³⁷ www.hagerty.com

³⁸ Martin (2016): "The Road Less Traveled: The Case for Collectible Automobiles as an Asset Class"

Si utilizzano i risultati per calcolare la deviazione standard e il beta. Per calcolare quest'ultimo viene utilizzato lo S&P500 come indicatore del rendimento di mercato.

$$\beta = \frac{\text{Covarianza}_{(r,S\&P500)}}{\text{Varianza}_{(S\&P500)}}$$

Utilizzando deviazione standard e Beta si calcolano gli indici di Sharpe e di Treynor. Come rendimento Risk free viene utilizzato il rendimento medio (del periodo che va dal 2010 al 2020) dei Bond annuali USA. Gli indici di Sharpe e di Treynor³⁹ sono particolarmente indicati quando si vuole valutare l'efficienza (i rendimenti aggiustati per il rischio) dei fondi d'investimento. In questo caso verranno utilizzati per valutare gli investimenti in singole categorie di auto. Il principio resta lo stesso in quanto ogni indice Hagerty è stimato sui valori di molte auto. Potrebbe essere considerato, infatti, come un fondo d'investimento che destina i propri capitali all'acquisto di un elevato numero di auto (facenti parti di una stessa categoria).

Per evidenziare l'importanza delle auto d'epoca come asset strategico da inserire in un portafoglio d'investimento verrà considerata la correlazione tra i rendimenti trimestrali degli investimenti nelle diverse classi di auto d'epoca e quelli degli investimenti più tradizionali. Da quest'analisi verrà fuori l'effettiva importanza degli investimenti in questi asset qualora si volesse diversificare il proprio portafoglio. Verranno, di seguito, mostrate due tabelle, realizzate con Excel, che rappresenteranno sinteticamente i risultati ottenuti.

³⁹ Minshkin, Eakins e Beccali (2019): "Istituzioni e mercati finanziari" Cap.9

TABELLA 1	1950s American	Affordable Cars	Blue Chip	Ferrari	German Collectibles	Average Index	DJIA	S&P500	NASDAQ	FTSE Mib	Oro
HPR	-0,07454	0,41333	1,53263	2,38816	1,80952	1,94693	1,80671	2,00364	4,16445	0,06123	0,71392
Media rendimenti	-0,00324	0,01166	0,03015	0,03979	0,03410	0,03518	0,03446	0,03599	0,05337	-0,00033	0,02260
Deviazione standard	0,01525	0,02118	0,04689	0,05976	0,06224	0,05313	0,06431	0,06449	0,06504	0,11371	0,08865
Beta	-0,03297	0,10050	-0,09093	0,07250	0,12456	0,02037	0,95604	1	0,89886	1,25527	-0,33267
Massimo guadagno	0,02252	0,06641	0,15762	0,19574	0,23923	0,17856	0,15454	0,14839	0,15044	0,15922	0,18957
Massima perdita	-0,05877	-0,05716	-0,04232	-0,03810	-0,02490	-0,03794	-0,14131	-0,17307	-0,10354	-0,35266	-0,18574
Indice di Sharpe	-0,67130	0,22004	0,49365	0,54871	0,43543	0,53046	0,42693	0,44948	0,71301	-0,06442	0,17595
Indice di Treynor	0,31000	0,04637	-0,25454	0,45228	0,21756	1,38369	0,02872	0,02899	0,05159	-0,00584	-0,04689

TABELLA 2	1950s American	Affordable Cars	Blue Chip	Ferrari	German Coll.	Av. Index	DJIA	S&P500	NASDAQ	FTSE Mib	Oro	USA Bond
1950s American	1											
Affordable Cars	0,3060	1										
Blue Chip	0,2134	0,0101	1									
Ferrari	0,1568	0,0997	0,8923	1								
German Collectible	0,1403	0,1997	0,8038	0,8754	1							
Average Index	0,1839	0,0935	0,9429	0,9899	0,8960	1						
DJIA	-0,1021	0,2554	-0,1655	0,0117	0,0516	-0,0363	1					
S&P500	-0,0729	0,3155	-0,0932	0,1133	0,1514	0,0597	0,9622	1				
NASDAQ	0,0000	0,2508	-0,0341	0,1461	0,1679	0,1002	0,8490	0,8975	1			
FTSE Mib	-0,1242	0,2325	-0,1166	0,0495	0,1676	0,0167	0,6677	0,7096	0,5502	1		
Oro	-0,2743	-0,2679	-0,2396	-0,2835	-0,4459	-0,2962	-0,1847	-0,2330	-0,1681	-0,2720	1	
USA Bond (1 year)	-0,2919	0,1144	-0,5348	-0,5571	-0,4122	-0,5532	-0,0199	-0,0707	-0,0823	0,0177	0,0430	1

Nella Tabella 1 sono presenti: l' Holding Return Period (*l'holding period* considerato va da Gennaio 2010 a Gennaio 2020); la media dei rendimenti logaritmici su base quadrimestrale; la deviazione standard e il Beta dei vari investimenti; il massimo guadagno e la massima perdita avvenute durante un holding period quadrimestrale; gli Indici di Sharpe e di Treynor che ci mostrano i rendimenti aggiustati per il rischio.

Nella Tabella 2 sono mostrate le correlazioni tra i rendimenti quadrimestrali delle diverse classi di auto e gli strumenti più tradizionali, nonché, le correlazioni tra i rendimenti delle diverse classi di auto stesse.

Dalla Tabella 1 notiamo che, a parte le 1950s American, tutte le altre categorie di auto hanno un HPR positivo. Le Ferrari sono quelle che si sono apprezzate di più in questo periodo e le uniche che hanno avuto un rendimento superiore allo S&P500. Fra i benchmark NASQAD è quello che ha avuto la performance più convincente.

Ipotizzando un portafoglio che comprende quote uguali dei diversi gruppi di auto abbiamo l'Average Index. Esso ha un buonissimo HPR dell'1.95.

La media dei rendimenti quadrimestrali rispecchia, all'incirca, l'HPR di lungo periodo. A farla da padrone è nuovamente l'indice Ferrari, che però anche in questo caso non riesce ad avere una performance migliore del NASQAD. Molto male per le 1950s American.

La deviazione standard⁴⁰ è un indicatore della volatilità. Essa è molto differente tra i vari indici delle auto. La minore è quella delle 1950s American che si attesta a 0.015 mentre la maggiore è quella delle German Collectible a 0.062. In generale la deviazione standard di questi investimenti è minore di quella degli strumenti tradizionali. Si può affermare, dunque, che nel periodo considerato i rendimenti degli investimenti in auto classiche hanno subito minori (o meno consistenti) variazioni rispetto agli investimenti tradizionali.

Il Beta⁴¹ considera la rischiosità di un investimento rispetto al mercato (nel nostro caso l'indice S&P500). Esso ha un valore molto basso per ogni classe di auto, e per le 1950s America e le Blue Chip è addirittura negativo.

Il rischio sistemico per questi investimenti è, dunque, molto basso; il beta dell'Average Index è, infatti, di 0.02.

Il massimo guadagno e la massima perdita (ipotizzando investimenti della durata quadrimestrale) ci offrono degli spunti interessanti. L'incremento di valore ottenuto dall'indice Ferrari nel periodo che va da gennaio 2014 a maggio 2014 è il maggiore dei concorrenti ed è pari a 0.24. Nessuno degli altri indici (di automobili e non) ha avuto una performance tanto positiva. Osservando i valori delle massime perdite si nota come quelle riguardanti le automobili siano di molto minori a quelle degli strumenti più tradizionali.

Si può concludere dicendo, quindi, che in questo periodo considerato sono stati maggiori i repentini aumenti del valore delle automobili piuttosto che i drastici cali dello stesso.

⁴⁰ Brealey, Myers, Allen e Sandri (2014): "Principi di Finanza Aziendale"

⁴¹ Brealey, Myers, Allen e Sandri (2014): "Principi di Finanza Aziendale"

L'indice di Sharpe⁴² è un indicatore dell'extra-rendimento, rispetto al tasso risk free, realizzato da un portafoglio per unità di rischio complessivo supportato.

Un indice di Sharpe elevato è indicatore di buona performance. I valori di questo indice per gli investimenti in auto e per quelli in strumenti tradizionali sono abbastanza simili. Anche in questo caso gli investimenti in Ferrari sono quelli che offrono la migliore performance. Va evidenziato, tuttavia, che è al NASQAD che è collegato il valore più alto (0.713).

L'indice di Treynor⁴³ misura il rendimento di un portafoglio per unità di rischio sistematico (Beta). Anche in questo caso un elevato valore di questo indice è sinonimo di buona performance. I valori per gli investimenti in auto, anche in questo caso, possono essere considerati soddisfacenti. Ad eccezione delle 1950s American per le quali questo indice ha poco senso, essendo la media dei rendimenti negativa, i gruppi di automobili presentano indici di Treynor maggiori degli strumenti tradizionali. Il valore negativo per le Blue Chip è spiegato dal Beta negativo, a fronte di una media rendimenti molto soddisfacente.

Si può affermare, in conclusione, che i valori presenti nella Tabella 1 confermano che, se accurati, gli investimenti in auto d'epoca possono far guadagnare rendimenti interessanti a fronte di rischi nella media del mercato e, in alcuni casi, inferiori ad essa.

Il miglior modo per ridurre i rischi dei propri investimenti e, quindi, diversificarli è destinare i propri capitali verso asset che non si muovono allo stesso modo e che reagiscono in modo diverso ai cambiamenti di mercato.

Molto utili, a tal fine, sono i coefficienti di correlazione tra i vari investimenti presenti nella Tabella 2. Notiamo che la correlazione tra le varie classi di auto e gli strumenti tradizionali è estremamente bassa. Molti coefficienti sono addirittura negativi. Nessuno si avvicina al valore di 1 che significa: perfetta correlazione. La maggiore correlazione è quella tra le Affordable Cars e lo S&P500; essa è di 0.31, un valore comunque molto basso.

Le premesse fatte durante questa trattazione sul fatto che molte persone scelgano di investire in beni da collezione per aumentare la diversificazione dei propri portafogli sono confermate da quest'analisi. Nel periodo considerato da quest'analisi è, infatti, evidente la bassa correlazione tra i rendimenti degli investimenti in auto d'epoca e quelli degli investimenti tradizionali.

⁴² www.borsaitaliana.it/glossario

⁴³ www.borsaitaliana.it/glossario

2.5 Auto d'epoca e Coronavirus

Nelle analisi precedenti è stato considerato un periodo che va da inizio 2010 ad inizio 2020. Il 2020 merita, infatti, un'analisi a sé a causa della grave crisi economica e sanitaria legata al Coronavirus.

Facendo riferimento ai soliti dati degli indici Hagerty si nota come le diverse classi di auto abbiano subito diverse conseguenze da questa crisi. Il *trend* delle Affordable Cars è stato positivo durante l'anno (confermando la crescita che avviene da settembre 2017). Il motivo di questa crescita può essere ricercato nelle caratteristiche delle Affordable Classic. Esse hanno, infatti, un valore medio molto basso se paragonato a quello delle altre classi di auto. Gli indici delle Blue Chip, delle Ferrari e delle German Collectible hanno indicato grosse perdite per queste classi. Il crollo peggiore è quello che ha colpito l'indice Ferrari nel maggio 2020, seguito da quello subito dalla stessa classe quattro mesi dopo.

In un periodo di grave crisi, dunque, è probabile che molti investitori abbiano preferito assumere meno rischi e acquistare auto dal prezzo relativamente basso. Dai dati emerge, infatti, che ad essere colpite maggiormente sono state le auto più prestigiose.

Fare una disamina completa di questo mercato resta comunque complicato in questo periodo. La poca liquidità di questi investimenti e la lunga durata delle contrattazioni non permettono a questo mercato di adeguarsi in modo veloce ai *trend* macroeconomici.

Marzo 2020 è stato, probabilmente, il mese in cui i mercati e le economie mondiali hanno sofferto di più. Per rendere l'idea della gravità della situazione l'indice VIX⁴⁴, massimo indicatore della volatilità del mercato, ha toccato l'esorbitante vetta di 82,60 il 16/03/2020. Nello stesso mese, d'altro canto, è stato registrato⁴⁵ dal sito di vendite "Subito Motori" il record di ricerche per le auto classiche. "Auto d'epoca", "Youngtimer" e "Brand di lusso" sono state le categorie maggiormente ricercate in questo periodo.

Questo dato andrebbe preso con le pinze in quanto potrebbe essere stato causato dalla "noia da lockdown". Potrebbe confermare, però, che anche nei momenti in cui le economie annaspano la passione per le auto d'epoca, e per i beni da collezione in generale, resta invariata. Un'altra interpretazione coerente a questo dato è quella che vedrebbe questi asset come beni rifugio. Molte persone, dotate di liquidità immediata, potrebbero aver deciso, infatti, di investire in auto classiche per tenere al sicuro i propri risparmi.

⁴⁴ Il Vix Index è la misura della volatilità implicita dell'indice S&P 500 calcolata attraverso una media ponderata della volatilità prezzata dalle sue opzioni. Rappresenta le aspettative del mercato sulla volatilità nel corso dei prossimi 30 giorni. Fonte: <https://www.algoritmica.pro/vix/>

⁴⁵ https://www.ansa.it/canale_motori/notizie/attualita/2020/04/17/coronavirus-auto-depoca-e-4x4-le-piu-ricercate-online_4b0a4494-e1fa-435f-9e5e-42d8e7b4363a.html

Molte riviste specializzate⁴⁶, riprendendo un articolo del giornalista inglese Quentin Willson, hanno addirittura esposto la tesi secondo la quale il mercato delle auto d'epoca uscirebbe rinforzato da questa crisi.

I motivi di ciò sarebbero riconducibili a due cause, tra cui la prima di natura congiunturale. Afferma il giornalista, infatti, che questa crisi ha scaturito un quadro di incertezza generale che ha spinto le persone ad anticipare i propri acquisti di auto storiche da sempre desiderate. Il secondo fattore è di natura più strutturale. Il settore delle auto d'epoca sarebbe uno di quelli maggiormente favoriti dalla rivoluzione digitale, accelerata coercitivamente da questa crisi. L'impossibilità di poter svolgere aste dal vivo ha, infatti, avvantaggiato la proliferazione di piattaforme digitali per le aste, ampliando la platea di potenziali clienti. La percentuale di vendite online sulle vendite totali è oggi aumentata al 92%, un dato inimmaginabile fino a poco tempo fa.

Si può affermare, in conclusione, che l'unica costante in questo periodo è l'incertezza. È impossibile fare una previsione certa di ciò che questa crisi comporterà al mercato delle auto d'epoca. Gli stessi esperti fanno dichiarazioni in netta contrapposizione le une dalle altre. Solo gli anni a venire potranno rivelarci il vero impatto di questa crisi su questo mercato.

⁴⁶ <https://www.formulapassion.it/automoto/classiche/ecco-perche-il-coronavirus-non-spaventa-le-auto-depoca-513836.html>

3. Fondi comuni d'investimento

3.1 Introduzione ai fondi comuni d'investimento in beni da collezione

Alcuni dei maggiori problemi collegati agli investimenti in beni da collezione possono essere risolti allocando i propri capitali nei fondi comuni d'investimento⁴⁷⁴⁸ specializzati che agiscono nei mercati degli stessi collectible. Stanno nascendo, infatti, numerosi fondi di questo genere, in questo ultimo periodo, in quanto i benefici da essi offerti sono evidenti.

Il primo fondo d'investimento interamente dedicato al mercato delle auto d'epoca è stato, probabilmente, l'IGA Fund. Esso fu fondato nel 2011 da Nick Mason, batterista dei Pink Floyd e grande appassionato di auto classiche.⁴⁹

Sono già stati esposti i maggiori disincentivi per gli investitori che vogliono entrare nel mercato dei beni da collezione. Per riprenderne alcuni: poca liquidità, mancanza di informazioni, rischio di falso, problema del deposito effettivo delle opere.

La soluzione, per ovviare a questi problemi, potrebbe essere quella di affidarsi ai fondi d'investimento specializzati. Investire per mezzo di questi fondi è un'ottima strategia per chi non dispone del tempo, delle risorse o delle conoscenze specifiche per farlo da solo, è la migliore opportunità per chi apprezza le caratteristiche finanziarie dei beni da collezione senza voler essere un collezionista e senza voler possedere materialmente gli stessi beni.

La caratteristica molto apprezzata da chi investe in questi fondi è la (dimostrata) bassa correlazione tra i beni, che il fondo acquisisce, e gli strumenti finanziari tradizionali.

Il mercato dell'arte è, ad esempio, sopravvissuto a ogni crisi economica e ha addirittura registrato ottime performance nel 2008 (per poi avere un lieve calo nel 2009) entrando così, secondo alcuni teorici, nella famiglia dei beni rifugio.

È vero, però, che in questo funesto 2020 il mercato dei beni da collezione ha subito un deciso arresto nel volume delle compravendite. La natura esogena, coercitiva e del tutto inaspettata di questo fenomeno ha causato non poche perdite in questi mercati. A causa del *lock-down*

⁴⁷Per comodità, da questo momento in poi, col termine "fondo d'investimento" si farà riferimento al soggetto che agisce direttamente sul mercato. Anche il gestore del fondo, i suoi partecipanti e la banca depositaria saranno considerati all'interno della dicitura "fondo d'investimento". Anche se, tecnicamente, ciò non è vero.

⁴⁸ I fondi comuni d'investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori. Essi fanno parte di una più ampia categoria di istituzioni finanziarie comunemente denominate investitori istituzionali: una tipologia di soggetti che operano prevalentemente nell'ambito della gestione professionale del risparmio. Un fondo comune d'investimento è caratterizzato, prevalentemente, da tre componenti: partecipanti del fondo o fondisti (risparmiatori che investono nelle attività del fondo acquisendone quote tramite i propri capitali); società di gestione (il fulcro gestionale dell'attività del fondo che ha la funzione di avviare il fondo stesso, stabilirne il regolamento e gestirne il portafoglio); banche depositarie (custodiscono materialmente i titoli del fondo e ne tengono in cassa le disponibilità liquide. Hanno inoltre un ruolo di controllo sulla legittimità delle attività del fondo). Fonte: Minshkin, Eakins e Beccali (2019): "Istituzioni e mercati finanziari"

⁴⁹ <https://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/transport/8307127/Pink-Floyd-drummer-joins-worlds-first-classic-car-fund.html>

sono state rinviate tutte le aste in presenza e a causa della chiusura dei musei e del rinvio delle mostre anche la domanda di questi beni ha subito un brusco calo!

Da questi ultimi avvenimenti si nota, dunque, come anche nel mercato dei collectible un investimento a rischio zero sia impossibile.

Queste considerazioni generiche servono a spiegare ancora meglio l'importanza dei fondi d'investimento in questo settore. Essi, infatti, possedendo un gran numero di asset, possono influenzare direttamente il valore degli stessi.

Se a causa della crisi presente qualche fondo d'investimento avesse (per ipotesi) deciso di vendere la maggior parte dei propri beni il valore di essi sarebbe crollato drasticamente. Un aumento massiccio e improvviso dell'offerta dei beni avrebbe causato una grandissima perdita di valore degli stessi.

Al contrario un fondo che, durante questa crisi, avesse deciso di non svendere i propri asset mantenendoli nel proprio portafoglio d'investimento avrebbe contribuito a non fare calare di molto il valore degli stessi asset. I fondi in questo settore sono, quindi, dei veri e propri *market maker* grazie al grande numero di beni da collezione che posseggono!

Questo ragionamento non è applicabile quando abbiamo a che fare con singoli investitori, possessori di pochi beni. È difficile, infatti, che poche transazioni riescano a condizionare in modo così importante l'intero mercato.

Le caratteristiche di questi fondi e le modalità con le quali operano possono essere molto diverse. Essi possono essere diversificati (esposti a molti settori), oppure possono investire in un particolare campo per ottenere rendimenti maggiori, con un rischio più elevato.

Ad esempio, un ipotetico fondo d'investimento che agisce nel mercato dei vini pregiati potrebbe decidere di acquistare solo vini provenienti da una determinata nazione oppure di diversificare maggiormente, non badando alla provenienza del vino.

Generalmente si distinguono due approcci⁵⁰ principali nella gestione dei fondi d'investimento in beni da collezione: approccio settoriale e approccio opportunist.

Con l'approccio settoriale si segue una strategia che consiste nell'acquistare beni il cui valore aumenterà nel breve/medio periodo; il portafoglio è molto diversificato in settori molto popolari e consolidati; si usa un approccio *top-down* nel senso che prima si scelgono i settori sul quale investire e solo successivamente gli asset specifici.

Con l'approccio opportunist, invece, si cerca il guadagno acquistando opere che hanno un enorme potenziale di apprezzamento nel breve periodo ma anche un elevato rischio; si opera alla ricerca di occasioni e in mercati di nicchia. Il punto forte di questa strategia è, appunto, l'acquisto di beni che si credono sottovalutati nella speranza che il mercato si accorga del loro reale valore. L'approccio opportunist è quello che offre rendimenti e rischi maggiori ed è quello che presuppone una maggiore conoscenza tecnica dei beni da parte di chi investe. Questi due approcci sono, in realtà, maggiormente indicati a classificare i fondi d'investimento in opere d'arte.

⁵⁰ Emmanuele Emanuele (2015): "Arte e Finanza"

I fondi che agiscono sul mercato delle auto d'epoca sono, infatti, molto propensi a fare investimenti di lungo periodo e diversificati nei vari sotto mercati.

Il rischio di liquidità, collegato agli investimenti in auto d'epoca, potrebbe essere risolto affidandosi ad un fondo. Le quote di un fondo specializzato nell'acquisto e nella vendita di auto d'epoca sono, infatti, vendibili più facilmente e velocemente delle intere automobili.

I fondi comuni d'investimento contribuiscono, inoltre, alla riduzione dell'asimmetria informativa. Ogni fondo agirà con esperti del settore che sapranno consigliare o meno gli investimenti e fornire le informazioni necessarie.

Anche la riduzione dei costi accessori è un aspetto da considerare. Questi costi saranno meno incidenti sui rendimenti grazie alle economie di scala dei fondi. Per quanto riguarda i costi di posteggio e di sorveglianza, ad esempio, un grande fondo potrebbe risparmiare molto su di essi, avendo la possibilità di mettere tutti i veicoli in un unico stabile.

3.2 Fondi comuni d'investimento in auto d'epoca

È negli anni 2010 che i maggiori fondi d'investimento in auto d'epoca sono stati lanciati. Molti di essi sono stati interrotti prematuramente mentre altri hanno avuto maggiore successo. In questa sede verranno illustrati tre casi di studio. Il primo è il fondo tradizionale "The Classic Car Fund Limited" che è molto simile agli altri fondi d'investimento che agiscono in questo mercato. Un breve accenno verrà riservato al fondo "WMC Collectible Car Fund" introdotto dalla società di consulenza "Classic & Sport Finance". Quest'ultima offre interessanti servizi finanziari collegati al mercato delle auto classiche. Particolare risalto verrà dato, infine, all'applicazione "Rally RD". Essa non può essere considerata un vero e proprio fondo d'investimento ma la logica sulla quale si basa il suo *core business* è molto simile.

3.2.1 Caso di studio 1: The Classic Car Fund

Questo fondo⁵¹⁵², specializzato nell'acquisto e nella rivendita di auto classiche, è stato lanciato nel settembre del 2012, da Filippo Pignatti.

Le auto che questo fondo tiene in considerazione per un eventuale acquisto sono quelle che abbiano almeno 15 anni e che siano caratterizzate da particolare rarità, desiderabilità e valore. Secondo i gestori del fondo, infatti, le auto si deprezzano di valore durante i primi quindici anni dalla data di produzione ma poi, quando soddisfano determinate condizioni, si possono apprezzare anche notevolmente.

⁵¹ <http://www.theclassiccarfund.com>

⁵² <https://www.eurekahedge.com/Research/News/1635/Hedge-Fund-Interview-Filippo-Pignatti-Classic-Car-Fund>

Il fondo, in circostanze di mercato normali, investirà circa il 70% del patrimonio in auto d'epoca e il resto in strumenti di copertura o liquidità. Alcune delle auto presenti nel fondo potranno essere prestate a musei e mostre ed il reddito generato da tali attività sarà sempre assorbito dal fondo. Un'altra particolarità è che i possessori delle quote, dopo aver pagato una commissione, possono prendere in prestito alcune auto del fondo per un giorno o un fine settimana.

L'approccio di investimento che segue questo fondo è molto semplice e lineare. Innanzitutto, i consulenti e gli advisor propongono diverse auto interessanti al gestore del fondo. Quest'ultimo seleziona le migliori e, prima di decidere se acquistarle o meno, consulta esperti del settore che confermeranno o meno la loro originalità. Dopo essersi accertato, con l'aiuto di esperti legali, della proprietà dell'auto e della sua storia il gestore darà il suo consenso definitivo affinché le auto possano diventare proprietà del fondo.

Il valore dell'auto viene valutato studiando tutti i particolari di essa. Molto utile sarà, dunque, il modello di regressione edonica già trattato. Ogni auto di proprietà del fondo riceve una valutazione annuale da un esperto indipendente. È anche in base ad essa che il gestore sceglierà il momento adatto per smobilizzarla ed ottenere il giusto ricavo.

L'*holding period* delle auto varia da situazione a situazione. Alcune auto sono state rivendute dopo pochi mesi, restituendo lo stesso gran rendimenti, mentre in altri casi le auto sono state mantenute in magazzino per anni.

Secondo Filippo Pignatti il rischio più insidioso per questo fondo è quello di cambio. Per mitigarlo il fondo diversifica i suoi investimenti in diverse valute e possiede magazzini in tre diverse località del mondo; riducendo così anche il rischio che cambiamenti nelle normative nazionali possano rendere impossibile la vendita delle auto in alcuni paesi.

Il fondo è diviso in due classi in base alla sottoscrizione minima obbligatoria. La Classe-P richiede un investimento minimo iniziale di 10.000 euro mentre la Classe-I di 200.000 euro. Le differenze di rendimento tra le due classi sono davvero minime. È possibile, inoltre, fare conferimenti in natura e quindi immettere proprie auto classiche nel fondo al momento della sottoscrizione delle quote.

Una quota del fondo, nel febbraio 2019, valeva circa 133 euro. Al momento del lancio nel settembre 2012 una quota valeva, invece, 100 euro. Negli ultimi cinque anni il fondo ha sempre restituito rendimenti annuali positivi. Il picco c'è stato ad inizio 2016 con un rendimento del 9,39% per la Classe-P e del 10,68% per la Classe-I. Nel 2019 è stato registrato, invece, un +2,81 per la Classe-P e un +2.04 per la Classe-I.

Ad inizio 2017 c'è stato un calo di rendimento. Esso, infatti, se pur positivo (circa 2%) è il più basso degli ultimi 5 anni.

Da evidenziare è la correlazione tra questo calo e quello dei maggiori indici Hagerty (Ferrari, Blue Chip, German Collectible) nello stesso periodo. I maggiori strumenti del mercato tradizionale hanno, invece, avuto performance positive durante il 2016. Questi dati

confermano la scarsa correlazione tra la performance dei fondi d'investimento in auto d'epoca e quelle degli strumenti tradizionali.

3.2.2 Caso di studio 2: WMG Collectable Car Fund (e Classic & Sport Finance)

Molti intermediari finanziari hanno cominciato ad agire nel mercato delle auto d'epoca a seguito del suo aumento di popolarità. Alcune società hanno, inoltre, creato degli strumenti ad-hoc per questo mercato.

“Classic & Sport Finance”⁵³ è un intermediario finanziario del Regno Unito specializzato in operazioni riguardanti auto classiche, sportive e da corse. Questa società, offrendo consulenze finanziarie, si pone l'obiettivo di facilitare l'acquisto e il finanziamento di auto d'epoca.

È possibile, ad esempio, richiedere un mutuo per l'acquisto di un'auto classica prestando la stessa in garanzia oppure optando per un *balloon payment*⁵⁴.

Decisamente più innovativa e interessante è la possibilità di cedere delle “azioni” dell'auto, che già si possiede, in cambio di liquidità immediata. La società, acquistando le azioni, diventerà, quindi, legalmente comproprietaria dell'auto insieme al cliente, permettendo comunque a quest'ultimo di goderne i frutti. Il cliente manterrà, infatti, il possesso materiale dell'auto. La società potrebbe anche cedere le sue quote ad un terzo.

Questa impresa offre anche soluzioni costruite su misura per chi volesse restaurare la propria auto d'epoca.

C&S Finance ha anche un blog, aggiornato periodicamente, in cui fornisce notizie sul mercato delle auto d'epoca. È proprio in questo blog che è stato presentato al pubblico il fondo d'investimento in auto classiche “WMG Collectable Car Fund”, controllato da WMG (un gestore di fondi con sede a Mayfair).

La particolarità di questo fondo, lanciato nel 2017, è relativa alla sua strategia di investimento. Oltre all'acquisto di auto classiche sottovalutate dal mercato e rivendute successivamente al loro apprezzamento, questo fondo acquisirà anche auto in cattive condizioni e accidentate. Il fondo dispone, infatti, di un team di esperti che restaurerà queste auto. Le stesse saranno successivamente rimesse sul mercato ad un prezzo molto superiore a quello d'acquisto.

È proprio la diminuzione dei costi relativi alla manutenzione, al restauro e al posteggio (grazie all'economia di scala) che sarà il vantaggio competitivo di questo fondo, secondo il proprietario. La sottoscrizione minima per acquistare quote di questo fondo è di 100 mila sterline. È chiara la volontà dei manager, dunque, di rendere la partecipazione a questo fondo un lusso riservato a pochi.

⁵³ <https://www.classicandsportfinance.com/>

⁵⁴ Un *balloon payment* è una somma forfettaria pagata alla fine della durata di un prestito che è significativamente maggiore di tutti i pagamenti effettuati prima di esso. Fonte: www.valuepenguin.com

3.2.3 Caso di studio 3: Rally RD

Rally RD^{55 565758} è una società americana fondata nel 2016 dall'attuale CEO Christopher Bruno e rientra nella categoria delle startup fintech. Essa è una piattaforma digitale progettata per consentire a qualunque investitore, anche non professionista, di investire direttamente in auto d'epoca. L'idea alla base di questa start-up è semplice e geniale: dividere un'auto classica in piccole quote (chiamate azioni) e cederle a privati tramite un'applicazione. La mission dell'azienda è quella di democratizzare gli investimenti alternativi. Le quote minime dei fondi d'investimento in auto d'epoca sono, infatti, medio-alte e solo le persone con un reddito superiore alla media potevano investire in questo mercato.

L'azienda ha a disposizione un team di esperti che seleziona ogni opportunità di investimento e acquisisce gli asset. Gli acquisti vengono, successivamente, cartolarizzati in quote che hanno un valore minimo di 50\$ e vengono messe a disposizione degli investitori. Questi ultimi possono così creare portafogli diversificati e detenere partecipazioni in più asset.

I beni vengono acquistati dopo un'attenta analisi e le loro informazioni (ad esempio: provenienza, foto, video, comparazione di prezzi) chiave vengono condivise sull'applicazione. Tra le informazioni è presente anche una dettagliata analisi dei rischi connessi all'investimento. I titoli offerti da Rally RD sono tutti regolamenti dalla SEC (Security & Exchange Commission) e sono offerti in vendita tramite un broker-dealer specializzato.

Considerato il successo avuto da quest'app si è deciso, recentemente, di espandere il proprio mercato oltre quello delle sole automobili classiche. È possibile infatti acquistare quote di moltissimi beni da collezione come, ad esempio, figurine di baseball molto rare. L'applicazione, nel luglio 2020, ha superato i 50.000 utenti.

Questa app è l'esempio concreto di come anche gli investimenti in passione possano avere unicamente natura finanziaria. Non c'è, infatti, nessun dividendo emozionale a disposizione del cliente. Quando si acquista una quota di un'auto tramite quest'app non si acquisisce il diritto a guidarla, nemmeno per brevi periodi. L'unica possibilità che hanno gli investitori di avere un contatto diretto con le automobili è quello di recarsi presso lo showroom di New York in cui sono conservate quelle più prestigiose.

La modalità di funzionamento di quest'app è molto innovativa. Quando i clienti acquistano delle azioni/quote di un'auto essi acquisiscono, in realtà, quote di una società creata appositamente da Rally RD. Questa società è proprietaria legale dell'asset sul quale si è deciso di investire. Se l'asset si apprezza il valore della società aumenta e di conseguenza le sue quote. Se la società guadagna più dell'ammontare dei suoi costi operativi, al cliente vengono corrisposti dei dividendi. Le quote minime acquistabili sono di 50\$.

⁵⁵ <https://rallyrd.com/>

⁵⁶ <https://www.forbes.com/sites/jeffkaufflin/2019/06/24/the-new-fintech-chop-shops-taking-your-lamborghini-and-warhol-and-selling-pieces-to-investors/#55afcc7c43f6>

⁵⁷ <https://www.laconceria.it/lusso/la-borsa-come-investimento-alternativo-il-caso-rally-rd/>

⁵⁸ <https://www.quotidianomotori.com/automobili/rally-rd-app-investimento-automobili/>

Le azioni possono essere vendute direttamente dall'applicazione dopo un periodo di mantenimento obbligatorio della durata di 90 giorni.

Quando si apre una finestra di negoziazione nell'app le azioni vengono acquistate (o rivendute) al prezzo di compensazione del mercato. Quest'ultimo è il prezzo che si ottiene quando vengono abbinate più richieste⁵⁹ (prezzo BID) e offerte (prezzo ASK) possibili. La finestra di trading si apre una volta al mese. Durante questa giornata gli investitori possono acquistare azioni effettuando un ordine BID o metterle in vendita effettuando un ordine ASK.

Un esempio reale del processo che permette di investire in Rally RD è il seguente.

Nel 2017 gli esperti, dopo attente valutazioni, hanno deciso di acquistare una Ferrari Testarossa del 1985. La vettura è diventata così proprietà di una società ad-hoc controllata da Rally RD.

Si è diviso il valore dell'auto in tante azioni di taglia uguale. Queste azioni sono, in realtà, quote di capitale della società che ha acquistato la Ferrari Testarossa e non dell'auto stessa. La cartolarizzazione diretta di un asset non è infatti regolamentata negli USA.

Si apre, così, un'offerta iniziale su Rally RD in cui le persone interessate hanno un tempo massimo prestabilito per poter acquistare le quote della società proprietaria della Ferrari Testarossa.

Nel caso specifico sono state vendute 2.000 azioni dal valore di 82.5\$ ciascuna, per una capitalizzazione totale di 165.000\$, nel settembre 2017.

Ad inizio settembre 2020 il valore di un'azione della Ferrari Testarossa era di 100\$, per una capitalizzazione di mercato di 200.000\$.

Se i possessori delle azioni cedute da Rally RD durante la prima offerta pubblica avessero deciso di venderle ad inizio settembre 2020 avrebbero guadagnato un ottimo rendimento del 21%.

⁵⁹ Il prezzo bid è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo ask è quello al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario. Fonte: www.borsaitaliana.it

Conclusioni

Questo elaborato vuole essere una lettura introduttiva al mondo delle auto d'epoca. Vuole risolvere il problema di chi non riesce a trovare in un unico documento le informazioni necessarie su questo mercato. Vuole essere, inoltre, duraturo nel tempo. Si è cercato, laddove possibile, di fare le considerazioni più generali e oggettive possibili, senza prolungarsi troppo in commenti sulla situazione attuale. Questa scelta è stata dettata dal particolare momento che stiamo vivendo in questo 2020. La parola che meglio sintetizza questo periodo è "imprevedibilità". Non avrebbe avuto molto senso incentrare questa analisi sui dati dell'estate 2020, in quanto essi potrebbero già risultare obsoleti nel giro di pochi mesi.

Questa analisi è partita con l'introduzione generale ai mercati degli investimenti tradizionali e dei beni da collezione. Le principali differenze che sono state riscontrate tra questi e il mercato delle auto d'epoca si basano sulle caratteristiche intrinseche delle auto stesse.

Sono stati introdotti, successivamente, i più importanti indici, che monitorano il valore di diverse classi di auto: HAGI, Hagerty e K500.

Una premessa, più volte ripetuta durante la trattazione, è stata quella che indicava la diversificazione del proprio portafoglio come uno dei principali motivi per investire in questo mercato. Questa premessa è stata confermata dai dati reali. È stata, infatti, evidenziata la bassa correlazione tra i rendimenti degli investimenti in questo mercato e quelli in strumenti tradizionali.

Questo fatto, se unito ai dati positivi relativi agli apprezzamenti che molte auto classiche hanno avuto in questo periodo, conferma la bontà di questi investimenti.

Si è cercato di strutturare i calcoli utilizzati per costruire gli indicatori di performance del mercato (3.4) in modo da poter, facilmente, aggiornare i risultati in futuro.

Sono stati evidenziati, però, anche i numerosi rischi ai quali gli investitori vanno in contro. Particolarmente temuto e parecchio specifico di questi investimenti è il rischio stilistico. Per mitigarlo serve una buona conoscenza tecnica delle automobili che si desidera acquistare e un grande intuito.

Elevati sono anche i costi di transazione collegati a questi investimenti. Non basta, inoltre, acquistare un'auto e aspettare che il tempo la apprezzi. La manutenzione ordinaria, il posteggio, l'eventuale restauro e l'assicurazione sono solo alcuni esempi dei costi accessori necessari per il mantenimento dell'auto.

Anche per diminuire l'incidenza di questi costi sui rendimenti finali, molti si affidano ai fondi comuni d'investimento. In questa ultima decade, infatti, sono stati lanciati molti fondi che acquistano unicamente auto classiche. Alcuni di essi sono stati approfonditi in questa trattazione.

Il “Classic Car Fund”, ad esempio, ha sempre restituito rendimenti annuali positivi dal suo lancio. Gli stessi rendimenti si sono dimostrati, inoltre, molto correlati agli indici di prezzo (approfonditi nel Cap.1) e poco correlati agli strumenti tradizionali.

Particolarmente risalto è stato dato all’app *fintech* Rally RD. Essa è l’esempio lampante di come la digitalizzazione sia l’unica via verso la democratizzazione di questi investimenti. Prima dell’avvento di quest’app era impossibile, per le persone con un reddito medio-basso, avvicinarsi a questo mercato.

Bibliografia

Baumol (1986): "Unnatural Value: Or Art Investment as Floating Crap Game"

Brealey, Myers, Allen e Sandri (2014): "Principi di Finanza Aziendale"

Burton & Jacobsen (1999): "Measuring Returns on Investments in Collectibles" Journal of Economic Perspectives

Burton & Jacobsen (1999): "The rate of return on investment in Wine" Mimeo, Wesleyan University

Dimson & Spaenjers (2014): "The investment performance of art and other collectibles." In: Dempster, A.M. (Ed.), Risk and Uncertainty in the Art World. Bloomsbury Publishing Plc, London, UK.

Dries Laurs, Luc Renneboog (2018): "My kingdom for a horse (or a classic car)" J. Int. Financ. Markets Inst. Money 58 (2019) 184–207

Emmanuele Emanuele (2015): "Arte e Finanza"

Martin (2016): "The Road Less Traveled: The Case for Collectible Automobiles as an Asset Class" The Journal of Wealth Management, 19/3, 131-139.

Mei & Moses (2002): "Art as an investment and the underperformance of masterpieces." American Economic Review, 92/5, 1656-1668.

Minshkin, Eakins e Beccali (2019): "Istituzioni e mercati finanziari"

Mische & Spizzirri (2014): "Alternative asset class investments: the case for classic cars", Whitepaper

Working (1960): "Note on the correlation of first-differences of averages in a random chain." Econometrica 29, 916–918

Sitografia

www.algoritmica.com

www.ansa.it

www.askanews.it

www.borsaitaliana.it

www.classicandsportsfinance.com

www.consob.it

www.decanter.com

www.eurekahedge.com

www.financiallounge.com

www.forbes.com

www.formulapassion.it

www.hagerty.com

www.historicautogroup.com

www.infodata.ilsole24ore.com

www.it.investing.com

www.k500.com

www.knightfrank.com

www.laconceria.it

www.motori.virgilio.it

www.news1.it

www.quotidianomotori.com

www.rallyrd.com

www.telegraph.co.uk

www.theclassiccarfund.com

www.treccani.it

www.valuepenguin.com