

Paolo Sasseti

Perché liberalizzare la gestione del risparmio

Seconda edizione - Ottobre 2003



**Tesi per una nuova sovranità dei risparmiatori
ed un nuovo ruolo degli analisti finanziari**

Borsa Expert s.r.l.

Download libero all'indirizzo <http://www.borsaexpert.it/controcorrente/>

Paolo Sasseti
Perché liberalizzare la gestione del risparmio

Il seguito di
Investire controcorrente
Il conformismo finanziario e le alternative possibili
FrancoAngeli 2002



**I cambiamenti organizzativi e culturali necessari
all'industria del risparmio gestito che i banchieri
italiani non possono ammettere di fronte ai
risparmiatori italiani**

**Il presente documento è stato depositato presso la SIAE.
Se ne autorizza l'uso, purchè citato.**

**ALLEGATO A BORSA EXPERT (WWW.BORSAEXPERT.IT), PERIODICO
REGISTRATO AL TRIBUNALE DI MILANO, AUTORIZZAZIONE N. 652 DEL 26
NOVEMBRE 2001. DIRETTORE RESPONSABILE: SALVATORE GAZIANO.
PRIMA EDIZIONE FEBBRAIO 2003, SECONDA EDIZIONE OTTOBRE 2003.**

In copertina:

Eugène Delacroix, *La libertà si mette alla testa del popolo sulle barricate*,
1830, olio su tela (Museo del Louvre, Parigi)

Ottobre 2003

2

Tutti i diritti riservati. È consentita la libera circolazione ma tutte le riproduzioni o la messa online parziale o totale dei contenuti del presente studio senza citare le fonti saranno perseguite.

INDICE

PRESENTAZIONE DI SALVATORE GAZIANO	4
1. INTRODUZIONE	16
1. <i>La tesi di questo pamphlet</i>	16
2. <i>Un'industria con le "pile scariche"</i>	17
3. <i>L'unica alternativa realistica al "fai da te" finanziario</i>	18
4. <i>Cosa significa liberalizzare la gestione del risparmio</i>	20
5. <i>Superare il garantismo formalista nella gestione del risparmio</i>	24
2. IL RISPARMIO GESTITO AL BIVIO TRA GESTIONE ATTIVA E VALORE AGGIUNTO IRRILEVANTE PER I CLIENTI	27
1. <i>La rimozione psicoanalitica delle responsabilità gestionali nell'industria del risparmio gestito</i>	27
2. <i>Cause della staticità gestionale</i>	30
3. <i>Oligopolio ed offerta indifferenziata di servizi</i>	36
4. <i>Un caso esemplare di indicizzazione di portafoglio</i>	39
5. <i>L'arte delle commissioni di performance illogiche</i>	42
6. <i>L'equivoco tra patologie finanziarie e fisiologia finanziaria </i>	46
3. GESTIONE DI PORTAFOGLIO ED EFFICACIA ORGANIZZATIVA	49
1. <i>Alcune riflessioni sul declino del modello della "banca universale"</i>	49
2. <i>Analogie tra private equity e gestione di portafoglio</i>	51
3. <i>L'influenza del contesto organizzativo sull'assunzione di rischio ed i risultati gestionali</i>	55
4. <i>Un'alternativa organizzativa da esplorare</i>	57
4. RISCHI ED OPPORTUNITÀ NELLA GESTIONE "SISTEMATICA" DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI	59
1. <i>Premessa</i>	59
2. <i>Definizione di gestione "sistematica" negli investimenti finanziari</i>	62
3. <i>Svantaggi e vantaggi della gestione sistematica su quella discrezionale</i>	65
4. <i>L'obiettivo strategico della gestione sistematica</i>	71
5. <i>Una curiosa verifica empirica</i>	76
6. <i>Considerazioni conclusive</i>	85
QUARTA COPERTINA	88

Presentazione di Salvatore Gaziano

Il gestore di patrimoni? “Quel tizio che compra e vende azioni fino a che non resta più nulla”. È una vecchia battuta di Woody Allen ma che qualche risparmiatore ha fatto propria, assistendo in questi anni al pesante decurtamento del proprio patrimonio investito in Borsa e affidato ai “professionisti” del risparmio gestito. Tranne rare eccezioni.

Persino *Il Sole 24 ore*, che per anni ha cercato di divulgare il concetto che affidarsi agli “esperti” è meglio rispetto al “fai da te”, inizia a mostrare qualche cedimento rispetto alla fiducia (cieca, verrebbe ora da dire) mostrata in passato.

“Quando una banca macella il risparmio” titola il supplemento de *Il Sole 24 ore, Plus*, nel numero del 15 febbraio 2003. Nella posta del risparmiatore, un insegnante racconta come la propria banca lo abbia consigliato di puntare su obbligazioni ad alto rischio con esiti disastrosi. Obbligazioni dell’Argentina e del Brasile, un bond emesso dal gruppo Giacomelli Sport, azioni Deutsche Telecom, pochissimi titoli di Stato e delle obbligazioni indicizzate al settore energetico.

Anche nel nostro lavoro di consulenza come Borsa Expert (www.borsaexpert.it) ci capita di dover esaminare quasi quotidianamente portafogli di fondi o gestioni patrimoniali di risparmiatori di ogni tipo e taglia e trarne delle conclusioni a dir poco sconfortanti. Globalmente, nella migliore delle ipotesi, chi si è affidato agli specialisti del risparmio gestito ottiene come ritorno la fotocopia dell’andamento dei mercati finanziari, cui sottrarre commissioni e balzelli vari.

Se i mercati finanziari hanno perso complessivamente il 20%, frutto per esempio di una ripartizione 50% azioni e 50% obbligazioni e dove la parte azionaria è scesa del 50% (50 euro, per ipotesi, sono così diventati 25) e quella obbligazionaria è salita del 10% (50 euro sono così diventati 55), il “bravo” gestore è quello che ha perso solo il 20%. Per questo servizio di “copisteria” il risparmiatore ha pagato mediamente circa il 2% di commissioni (il *Total Expense Ratio*, ovvero l’incidenza globale delle commissioni sul patrimonio gestito è fra le più alte in Europa) e spese varie che vanno a retribuire il promotore finanziario che ha procurato il cliente, poi il suo capo struttura, poi la società di gestione. In tutti i business plan delle banche italiane il risparmio gestito è uno dei “driver” principali di crescita. Rispetto all’attività di prestare i soldi, nessun serio rischio e commissioni interessanti.

Ma i dati statistici fotografano in modo impietoso questa situazione di “mancanza di valore aggiunto” del settore. Che non si può definire certo

episodica visto l'andamento dei risultati degli ultimi anni che evidenzia la dilagante incapacità, mostrata dai gestori, di ottenere una sovra performance rispetto ai *benchmark*. Dati recenti dimostrano come la percentuale dei fondi italiani che siano riusciti, durante il 2002, nell'impresa di battere il mercato nel quale investono, ammonti a poco meno del 25%.

Una stampa finanziaria seria e indipendente si dovrebbe domandare a questo punto che senso ha intervistare (se non a curare loro le pubbliche relazioni) e chiedere previsioni a molti gestori di patrimoni, analisti e strategist i cui rispettivi fondi "affondano" più dei mercati di riferimento.

Ma questo è lo stato dell'arte del settore, dove le società di gestione del risparmio italiano replicano a questo desolante quadro con mosse a dir poco inopportune. Come la tendenza annunciata per il 2003 di aumentare i costi per i risparmiatori con commissioni di gestione più elevate per fondi e gestioni patrimoniali.

I fondi vanno male? La risposta dei gestori: più commissioni...

Negli ultimi 24 mesi, infatti, il patrimonio dato in gestione agli intermediari italiani è sceso da 548 miliardi di euro agli attuali 466 miliardi, evidenziando un decremento del 15% che si traduce, per l'offerta, in una progressiva limatura delle entrate determinata, *in primis*, dalle minori commissioni di gestione incassate a causa della diminuzione dello stock di denaro in dote. I numeri parlano chiaro. Se, nel 2000, le società di gestione avevano incamerato ben 8,84 miliardi di euro in commissioni, a fine 2002 si sono raggiunti i 5,99 miliardi, con una differenza pari al 32,2%. Questa è la situazione fotografata dal sito Fondionline.

In un mercato aperto al libero mercato, probabilmente a fronte di un ridimensionamento così cospicuo, veri imprenditori avrebbero cercato di migliorare i propri prodotti con modifiche sostanziali od innovazioni di processo. Se fossi proprietario di una società di gestione ed i fondi che ho venduto ai miei clienti hanno perso quanto o più del mercato mi domanderai seriamente se le politiche attuate non siano seriamente da rivedere. Nella situazione attuale le società di gestione italiane di ogni dimensione stanno invece seguendo una politica mirata alla ridefinizione degli oneri commissionali da far pagare ai sottoscrittori o stanno sfornando prodotti di puro "illusionismo" finanziario (vedi il massiccio ricorso al capitale "protetto").

"Le modalità di esecuzione dei rincari – spiega il sito Fondionline in un articolo pubblicato il 20 gennaio 2003 – seguono due strade principali: o sarà aumentata l'incidenza della fee annuale di gestione, oppure saranno

introdotte, o reintrodotte in alcuni casi, le commissioni di ingresso, costo che contraddistingue univocamente l'offerta dei prodotti estero vestiti. Sembra invece fermarsi, tra le case d'investimento, la tendenza a ricorrere alle commissioni di performance”.

Geldvernichtungsmaschinen. Non è un errore di stampa e significa letteralmente “Macchine per distruggere denaro”. Il professore Beppe Scienza, matematico che insegna all'Università di Torino ed autore di un libro, *Il risparmio tradito* (edizioni Libreria Cortina, Torino) di cui abbiamo parlato più volte già negli scorsi mesi, recentemente intervistato dal nostro sito (nella rubrica Controluce è disponibile il testo integrale) ha confermato la sua spietata analisi e diagnosi, rincarando la dose: “I risparmi degli italiani nell'arco di più generazioni – spiega Scienza – sono una bella torta che, prima concupita dalle reti di vendita porta a porta, ha poi fatto gola ad altri soggetti. Soprattutto alle banche che hanno in pratica trasformato gli addetti agli sportelli in venditori a provvigione di fondi, gestioni e polizze. Tale strategia ha avuto successo, tanto che la quantità di ricchezza affidata ai gestori “professionali” è cresciuta a dismisura. Stimata in circa 1.000 miliardi di euro, equivale a 17.000 euro (33 milioni di vecchie lire) a testa, bambini compresi. Il problema è che il decantato risparmio gestito non è affatto un modo più redditizio o più sicuro d'investire. A parte qualche fattispecie marginale, è una gigantesca macchina per trarre il maggior profitto possibile dai soldi di milioni di risparmiatori senza dar nulla in cambio o, peggio, danneggiandoli. Gestioni patrimoniali in fondi o in titoli, fondi comuni, pseudo-polizze previdenziali ecc. partoriscono lo stesso risultato: fanno regolarmente peggio rispetto a chi investe da solo. E per giunta con più rischi”.

Pagare per perdere insieme alle Borse?

In questo quadro così poco esaltante appare sicuramente di attualità e di riflessione lo spunto offerto dal “pamphlet” (così si definiva nel passato uno scritto polemico) realizzato da Paolo Sasseti che rappresenta la continuazione ideale del suo libro *Investire controcorrente. Il conformismo finanziario e le alternative possibili* edito da Franco Angeli nel 2002. Un documento impietoso che evidenzia le storture e l'inefficienza per i risparmiatori dell'attuale organizzazione del risparmio gestito in Italia. Dove il risparmiatore italiano, fra orsi e tori, richiama l'immagine della pecora tosata da commissioni di intermediazione, gestione e performance e dove il valore aggiunto offerto è veramente globalmente ben poca cosa.

“Chi lavora per Borsa Expert, a partire dal sottoscritto, crede che la selettività non sia un'opinione da esprimere nelle interviste per poi impiegare

nell'80% delle decisioni d'investimento una gestione totalmente passiva. Ovvero stupida. Sarebbe molto più corretto per l'industria del risparmio gestito italiano (e conveniente per i risparmiatori) essere più trasparenti e proporre fondi passivi il cui obiettivo è semplicemente replicare l'andamento degli indici. Un lavoro che non richiede comitati di investimento, batterie di analisti e di gestori ma semplicemente un vecchio pc con un discreto programma di software. Un'opinione condivisa e soprattutto propugnata da Burton G. Malkiel, professore eminente di economia alla Princeton University che, nel libro *A Random Walk Down Wall Street (A zozzo per Wall Street, tradotto in Italia per Sperling & Kupfer)*, demolisce con maestria le teorie su cui si basa l'industria del risparmio gestito tradizionale".

Quello che ho citato è quanto avevamo scritto nel *Report Strategy* n.1 di Borsa Expert a inizio 2002 e dimostra l'attenzione che abbiamo sempre dato al tema del risparmio gestito poiché appare chiaro che un rapporto di consulenza come quello offerto dalla nostra società è qualcosa di nicchia rivolto ad investitori più smaliziati e preparati.

Potremmo essere felici di avere dei concorrenti (si fa per dire) così elefantiaci e poco efficienti e prosperare ma, nella realtà, i risparmiatori "bastonati" che in questi anni hanno visto i loro patrimoni decurtati anche di oltre il 60% stanno perdendo qualsiasi fiducia nel mercato, ritirandosi dal "gioco".

Molto stimolante già la premessa con cui partiva Paolo Sasseti nella precedente opera: "Oltre tre lustri di guadagni borsistici diffusi hanno messo in secondo piano performance del "sistema fondi" che troppo spesso si sono rivelate sotto ai *benchmark* di riferimento e la sostanziale inadeguatezza dell'industria del risparmio gestito nel configurare modifiche radicali nelle politiche di *asset allocation* dei portafogli gestiti. Il fatto che la correzione borsistica degli anni 2000-2002 sia stata accompagnata, ma solo parzialmente alimentata, dal fenomeno delle manipolazioni contabili passato sotto il nome di "enronite" ha fatto sì che il mondo del risparmio gestito, grazie appunto all'emergere degli scandali contabili, abbia avviato un processo di rimozione, psicoanalitica oltre che politica, delle sue responsabilità gestionali nei confronti della clientela grande e minore".

Perché liberalizzare la gestione del risparmio. Tesi per una nuova sovranità dei risparmiatori ed un nuovo ruolo degli analisti finanziari, il nuovo lavoro, è un vero manifesto della libertà finanziaria che dimostra in maniera ancora più documentata come un mercato "protetto" generi più facilmente situazioni di svantaggio per risparmiatori e consumatori.

"L'analisi puntuale è sotto gli occhi di tutti: il sistema del risparmio in tutto il mondo viene pagato per perdere insieme alle Borse". Questa è la

conclusione che si poteva leggere martedì 21 gennaio non su un forum di incalliti trader ma sul *Corriere della Sera* che al risparmio “tradito” dedica una crescente attenzione con inchieste a tutta pagina. Da segnalare il commento del responsabile di *Corriere Soldi*, Massimo Fracaro in questo speciale: “Perdere in Borsa fa parte del gioco. Purtroppo anche i gestori italiani, come i normali investitori perdono più che vincere. Ma, di fronte a un simile disastro, ci si sarebbe aspettata una maggiore attenzione verso i clienti. E magari un po’ di sana autocoscienza. Invece silenzio assoluto, se non la difesa del sistema. Pochissimi i gestori che hanno ammesso le colpe. E nessuno ha pagato pegno”.

Questa è la situazione e il motivo per cui ho accettato di slancio la presentazione di questo studio e di contribuire attraverso BorsaExpert.it alla massima diffusione. Argomenti e riflessioni che, per il loro contenuto e per il fatto che coinvolgono milioni di risparmiatori (spesso ignari di come vengono gestiti veramente i loro quattrini), si è deciso, infatti, di diffondere in Rete con l’obiettivo di cercare di smuovere una riflessione che evidentemente dall’alto non decolla.

Con dati, statistiche e grafici, il *pamphlet* di Sassetti mostra in maniera impietosa la situazione del risparmio gestito in Italia e delle politiche passive attuate dalla maggior parte delle società di gestione. Che generano sicuramente commissioni di ogni tipo per le società di gestione ma zero valore aggiunto per il risparmiatore.

L’Autorità Antitrust che si preoccupa della libera concorrenza dei mercati a tutela dei consumatori avrebbe sicuramente molto lavoro da svolgere in questo settore se cambiasse l’atteggiamento dominante dove le grandi banche e i grandi gruppi nel risparmio gestito non hanno dimostrato certo di concorrere per una maggiore efficienza dei mercati a favore dei risparmiatori.

Un risparmiatore che viene indotto a credere che la delega ai “professionisti” del risparmio gestito sia la scelta migliore (“esperti che conoscono tutto quello che accade nel mondo degli investimenti e si avvalgono dell’utilizzo delle tecniche finanziarie più sofisticate” recitano le brochure), salvo poi scoprire che, tranne rare eccezioni, la politica di gestione è quella di scostarsi il meno possibile dai *benchmark* (l’indice che riassume l’andamento del mercato in cui il fondo investe), comprando quando sale e vendendo quando scende (basta osservare in proposito i flussi di investimento degli acquisti e delle vendite di azioni e metterli in relazione con sottoscrizioni e riscatti dei fondi per avere un’analisi empirica di questo comportamento).

Le ragioni di questo inattivismo dei gestori dei fondi, incapaci globalmente di far guadagnare ai loro sottoscrittori di più del mercato quando la

Borsa sale e perdere meno quando scende, l'autore di *Investire Controcorrente* le spiega bene nel libro: “questo ‘non volere’ è da intendersi come ‘non volere organizzativo’ che trae le sue ragioni d’essere nei meccanismi decisionali operanti all’interno di organizzazioni complesse (come sono le società di gestione del risparmio) a fronte di scenari (nella fattispecie, borsistici) altamente aleatori e incerti. In tali organizzazioni complesse, specie quando sono governate in maniera burocratica ed in esse si concentrano, almeno formalmente, rilevanti responsabilità di gestione, diventa estremamente arduo, quasi impossibile, prendere decisioni ‘anomale’ di investimento di un fondo comune. Anche qui si origina la tendenza crescente nei fondi comuni a essere gestiti secondo logiche di indicizzazione, ovvero sia di gestione sostanzialmente passiva attraverso la più o meno esatta clonazione degli indici di Borsa: poiché il futuro borsistico è incerto e aleatorio, nessuno all’interno dell’organizzazione di gestione, per quanto autorevole sia, può dimostrare che un cambiamento di direzione del trend borsistico sia imminente e, quindi, nessuno può dimostrare la necessità di anticipare cambiamenti dei trend borsistici con aggiustamenti ‘anomali’ e radicali nelle strategie d’investimento”. Insomma, per non sbagliare, meglio fare come gli altri senza esporsi troppo con decisioni coraggiose. L’opposto di quello che disse una volta John Templeton, un gestore seguace dell’analisi fondamentale divenuto leggendario per il suo eccezionale track record: “gli investimenti li fanno gli uomini e non i comitati d’investimento”.

Perché le grandi banche non fanno l’interesse dei risparmiatori: l’oligopolio

La tesi centrale di questo *pamphlet*, è che la crisi di credibilità e d’identità del risparmio gestito abbia radici internazionali ma che esista una peculiarità nazionale che inibisce gli stimoli competitivi necessari alle aziende del settore (così come di qualsiasi settore) per rimettere in discussione qualità dei servizi erogati, prezzi, procedure gestionali, meccanismi operativi, strutture organizzative, ecc.. Più precisamente questa peculiarità si chiama oligopolio. La sua malattia è rappresentata dall’ingiustificata rendita di posizione che concede alle aziende oligopolistiche e che inibisce le motivazioni al cambiamento. La sua unica medicina non dirigistica è una maggiore concorrenza tra operatori attraverso l’accesso al mercato da parte di nuovi soggetti oggi esclusi non per ragioni professionali ma per ragioni normative e barriere d’ingresso patrimoniali che non hanno alcuna relazione con la salvaguardia del risparmio.

Tesi provocatoria, perché tutto sembra andare nella direzione opposta in una situazione in cui le grandi lobby bancarie e finanziarie, nella nuova

Direttiva Europea sugli investimenti, stanno cercando di togliere ulteriori spazi anche alla consulenza indipendente, alzando barriere e mettendo catenacci. Ma che fotografa in modo impietoso e spietato la situazione di assoluto oligopolio presente sul mercato dove, di fatto, il risparmiatore normale si trova nella maggior parte dei casi di fronte a un'offerta non adeguata e di scarsissimo valore aggiunto. Dove la maggior parte dei promotori finanziari italiani (il vero collante con i risparmiatori) è obbligato di fatto a vendere i prodotti della "casa" attraverso il meccanismo del monomandato (il promotore guadagna solo sui prodotti che colloca della propria banca o Sim) e dove le varie società di gestione si presentano sul mercato con strumenti "fotocopia". È evidente, secondo noi, che fino a quando i promotori finanziari delle grandi società di gestione del risparmio saranno obbligati al "monomandato" il mercato non sarà mai veramente efficiente e liberalizzato a tutto vantaggio della massa dei risparmiatori.

Paolo Sassetti che conosce bene il settore degli investimenti non si limita solo a denunciare i limiti della situazione attuale ma propone anche alcune soluzioni.

Colpa del peccato originale?

Forse non c'è troppo da stupirsi se i fondi d'investimento in Italia sono gestiti con una logica così commerciale nel senso peggiore del termine, dove l'interesse del cliente è messo all'ultimo posto e questi viene considerato più una pecora da tosare che un Cliente cui offrire un vero servizio professionale. Pochi lo ricordano ma i fondi comuni d'investimento in Italia sono stati portati da un certo Bernard Cornfield, Bernie per gli amici. Il primo fondo fu venduto in Italia nel 1968: era di diritto lussemburghese, si chiamava Fonditalia ed era commercializzato dalla rete Fideuram (un termine pomposo ideato da Cornfield che sta per Fiduciaria Euro Americana). Fonditalia fu creata appunto dall'americano Bernie Cornfield, nato in Turchia da padre rumeno e madre austriaca ma che visse per lunghi anni in un ghetto di Brooklyn. Soffriva di balbuzie e, per sfuggire a una vita monotona e difficile, si arruolò nell'esercito americano che lo destinò in Germania. Nel "Vecchio Continente" i fondi non sono diffusi dopo la II Guerra Mondiale e Cornfield guarisce dalla balbuzie (uno psicoanalista gli insegna che con le parole si può convincere il prossimo a tutto) e si tuffa in questo mercato dove raccoglie per tutti gli anni '60 risultati incredibili in tutta Europa. La sua organizzazione e le sue idee fanno breccia grazie a una organizzazione di vendita aggressiva e preparata come un esercito di "marines" che si fonda su un meccanismo piramidale. Sui versamenti dello stesso

cliente si giungono a detrarre 6 commissioni per 6 livelli diversi di “financial management”. Il rimanente è investito.

Più si muove il portafoglio del cliente (anche quando non ce n'è ragione), più si guadagna. Commissioni di sottoscrizione, gestione, performance, retrocessioni sulle commissioni di intermediazione ... tutto nasce anche in Italia grazie a questo personaggio.

La gente, anche in campo finanziario, vuole sognare ed essere sedotta. Cornfield insiste molto su questo concetto: “Il bravo venditore è come un grande seduttore. Il nostro business – spiegava – è quello di convertire il proletariato alla classe opulenta in modo indolore e non violento”. La Borsa è lo strumento per la ricchezza di tutti. Lo slogan che viene lanciato dall'organizzazione di Cornfield è seducente: “Vuoi veramente essere ricco?”.

Per rafforzare la fiducia e l'immagine dei risparmiatori non si bada a spese. Sedi prestigiose, orologi d'oro regalati ai migliori venditori ed ostentazione continua di “status symbol”. Giornali e giornalisti ma anche politici e vip non finiscono di incensare questa moderna figura di “tycoon” che vive in Europa in un castello del XII secolo fra Ginevra e Annecy. Il “mago di Brooklyn” sembra infallibile ma, quando le Borse iniziano a vacillare, arriva la fine (con prelievi dai fondi a titolo di “prestito” di decine di milioni di dollari da parte dei suoi collaboratori più stretti). Alla Borsa di Toronto le azioni della IOS Limited passano da 18 dollari a pochi centesimi mentre in tutto il mondo per frenare i riscatti si sospendono le quotazioni dei fondi fino a pilotare l'uscita di Cornfield dai fondi, il che in Italia significa l'ingresso dello Stato nel settore con il passaggio di Fonditalia e della Fideuram all'Imi.

Nel 1983 quando il legislatore dovette redigere una legge di permesso per i fondi di diritto italiano, si ispirò proprio alla vicenda di Fonditalia.

Vale la pena raccontare brevemente questa storia perché oggi molti dei venditori ventenni di Cornfield sono ai vertici in Italia dell'industria del risparmio gestito. I mercati finanziari hanno fatto enormi progressi in tutto il mondo ma in Italia l'impostazione iniziale, fondata su un sistema piramidale di vendita, fondata prima di tutto sulle commissioni da addebitare al cliente (e solo poi in via sussidiaria su un servizio di reale valore aggiunto ai risparmiatori) ci viene il sospetto che non sia radicalmente mutata.

Tutti parlano dei grafici ma nessuno li applica...

Se le società di gestione sono poco interessate a prendersi i rischi professionali necessari per cercare di garantire risultati decorosi ai loro clienti, restano il fai-da-te e la consulenza indipendente. Soluzioni che certamente

non si possono adattare a tutti i risparmiatori e che certo non garantiscono di ottenere risultati migliori del mercato.

Il fai-da-te si è rivelato per molti risparmiatori un vero disastro (per i gestori di fondi peggiore, comunque, delle performance da loro realizzate) mentre anche nella consulenza indipendente non è tutto oro quello che brilla con pochissimi professionisti sul mercato che possono vantare esperienze decennali (la pratica vale più della pura teoria) e risultati concreti apprezzabili realizzati sul campo.

Una strada indicata da Sassetti è anche quella di una gestione più attiva degli investimenti, con il ricorso maggiore ad un approccio di tipo sistematico. Questi modelli (definiti spesso *trading system* o *program trading*) presentano la tipica caratteristica di non effettuare previsioni sull'andamento futuro dei mercati finanziari ma di adattarsi al loro andamento corrente sulla base di regole predefinite adottate dopo analisi statistiche su serie storiche passate. Per chiarezza non si discute qui di vendere ai risparmiatori prodotti iper speculativi a margine con meccanismi tipo LCTM, un fondo speculativo ideato e gestito da due premi Nobel, Myron Scholes e Robert Merton, e finito in bancarotta nel 1998. Da una gestione "stupida" ad una iper speculativa ci sono molti passaggi intermedi.

L'investimento "sistematico" si contrappone all'investimento "discrezionale" con risvolti non solo operativi ma anche e soprattutto "filosofici". Nell'investimento "passivo" (quello attualmente adottato dalla maggior parte dei fondi, anche se non dichiarato) il gestore cerca di replicare l'andamento del mercato con una strategia sostanzialmente *buy & hold* (compra e tieni). Se il mercato, come è accaduto negli ultimi 3 anni, perde il 50%, la posizione viene mantenuta e, anche nel caso in cui il mercato salga del 100% in pochi mesi (come è accaduto fra la fine del 1999 e l'inizio del 2000), la posizione non subisce sostanzialmente grandi variazioni. Una gestione attiva significherebbe prendere posizione sul mercato, valutando in base ai prezzi l'opportunità di stare dentro o fuori. La maggior parte dei fondi per varie ragioni ben illustrate nello studio di Sassetti preferiscono seguire una gestione di tipo passivo. Senza però dichiararlo espressamente ma facendo credere alla "favoletta" degli esperti che valutano gli investimenti al fine di giustificare commissioni e spese elevate.

Gli spunti dell'analisi di questo dossier e anche alcune conclusioni meritano attenzione perché, in ogni caso, invitano alla riflessione risparmiatori, operatori, addetti ai lavori e analisti.

Personalmente ho iniziato ad occuparmi di investimenti direttamente dal 1984 mentre l'attività di consulente è iniziata nel 1998, attraversata da esperienze come operatore di Borsa, analista fondamentale, analista tecnico, socio in una commissionaria in titoli, giornalista professionista e fonda-

tore di testate come *Borsa7*, prima, e *Borsa&Finanza*, poi, che certamente hanno contribuito (non per merito solo mio) in Italia alla diffusione dell'analisi finanziaria. Quando, a metà degli anni '80, si parlava di analisi tecnica e grafici la reazione normale era di irrisione: "che cosa vuoi che contino i grafici in una Borsa come quella italiana dove contano solo le dritte?". Questa era l'opinione prevalente condivisa da agenti di cambio, giornalisti e guru di Borsa.

Nell'arco di poco più di 10 anni si è assistita a una vera rivoluzione e persino nei borsini delle banche più periferiche è facile incontrare qualcuno con cui discutere di supporti e resistenze mentre tutti i giornali finanziari (alcuni fra questi erano gli stessi che bollavano i "graficisti" come "apprendisti stregoni") dedicano un crescente spazio a grafici e opinioni con ricche tabelle. Nelle trasmissioni televisive finanziarie gli esperti più gettonati sono spesso gli analisti tecnici che provano a tracciare spesso improbabili scenari futuri (dimenticando le regole base di questa disciplina). Eppure è evidente come poi, nella realtà, vedendo l'offerta di fondi e gestioni sul mercato, si segue una gestione puramente passiva. Gli analisti tecnici vengono utilizzati come "soprammobili", belli e pittoreschi da esporre ma di scarsissima utilità pratica. Nei fondi e nelle gestioni le decisioni vengono prese da improbabili comitati d'investimento o da "computer silenziosi" che di fatto cercano di replicare l'andamento del mercato. Gli analisti tecnici e coloro che elaborano *trading system*, cercando di comprendere la logica dei mercati, sono tenuti fuori della stanza dei bottoni. Buoni e cattivi. I gestori "passivi", i replicanti del Mib30, meritano maggiore rispetto e fiducia. Tutti.

La tesi di Sasseti di introdurre gradualmente, per alcune tipologie di fondi e gestioni, un approccio più di tipo "sistematico" e attivo merita considerazione. Alcune esperienze citate in Europa e nel resto del Mondo hanno dimostrato che operare in Borsa in mercati al ribasso (anche escludendo l'opzione *short*) non significa restare "zavorrati" alla caduta degli indici, come, di fatto, strategicamente fanno la maggior parte dei gestori.

Anche qui la mia esperienza personale come consulente indipendente agli investimenti in questi anni, prima con Borsa Italia Report, poi con Bluinvest e Borsa Expert, è che fare meglio degli indici si può anche senza disporre di batterie di analisti ed esperti. Dal febbraio 1999 a fronte di una discesa dell'indice Mibtel del 27% circa, il mio portafoglio Difensivo consigliato agli abbonati ai miei servizi ha reso oltre il 100% circa con una quota media di investimenti in azioni del 70%. La logica di questo portafoglio non è fondata su metodi quantitativi ma soprattutto sulla selezione di società sottovalutate in base all'analisi fondamentale e al posizionamento delle aziende, dando un peso limitato all'analisi tecnica. Nell'anno ap-

pena trascorso, il 2002, il portafoglio Difensivo e quello Speculativo hanno realizzato un risultato netto del 10% (comprese le commissioni di negoziazione) a fronte di una discesa del mercato dell'indice Mibtel del 25%. Nel 1999 e nel 2000 si è cavalcata la tendenza sui titoli "forti" del Mib30 e della "new economy" (prendendo anche qualche cantonata: nessuno nasce imparato). Da metà del 2000 in poi si è quasi sempre stati fuori dai titoli del Mib30 (un qualsiasi grafico evidenziava una tendenza chiaramente ribassista) puntando su small e medium cap che apparivano storie interessanti e sottovalutate. Nessuna operazione short. Certo è indubbio che simili risultati raggiunti non sarebbero stati replicabili per portafogli di decine di milioni di euro ma che sono possibili grazie a un prodotto di nicchia attualmente per poche centinaia di persone e a una gestione spesso "contrarian". Ma ciò non impedisce che una decisione forte è stata presa negli ultimi 3 anni (tranne qualche acquisto nelle scorse settimane): stare fuori praticamente dai titoli del Mib30, i più soggetti alla speculazione ribassista in un mercato chiaramente orientato al ribasso. Quanti gestori potevano prendere questa decisione e mettere in liquidità quasi totale i loro clienti? Zero titoli significa, infatti, per le strutture di risparmio gestito zero commissioni... È per questo motivo anche preferibile una gestione "passiva"?

Cito questi risultati perché alcuni gestori, invitati a dibattere su questo argomento, hanno posto l'obiezione che parlano i risultati concreti e non le teorie accademiche. I rendimenti passati non sono garanzia per il futuro e mi auguro per i miei clienti che tutto non sia opera solo di eventi fortunati nelle decisioni di investimento del mio team in questi anni.

Risultati concreti che Paolo Sasseti in questi anni in mercati completamente diversi ha raccolto, dimostrando il valore aggiunto che può portare una gestione attiva e sistematica (mettendoci i soldi dentro), su tutti i mercati finanziari mondiali e verificando sul campo opportunità e limiti.

Secondo il professor Beppe Scienza risultati migliori dell'andamento del mercato nelle azioni sono, infatti, difficili e attribuibili o al caso o, più raramente, a un'intelligenza più spiccata dei gestori e degli analisti.

Nel caso di Borsa Expert (www.borsaexpert.it) risultati interessanti sono stati realizzati anche con il portafoglio Speculativo fondato esclusivamente sull'entrata e sull'uscita dal mercato sulla base di indicazioni dell'analisi tecnica giornaliera. E risultati complessivamente positivi sono stati realizzati anche sui derivati e sul Fib30 attraverso i vari siti che fanno capo alla società BorsaExpert.

Da Club Fib30 (www.clubfib30.it) a Fib Expert (www.fibexpert.it) a Fib100x100 (www.fib100x100.it), documentando sempre tutta l'attività con statistiche quotidiane su guadagni e perdite e dimostrando che operare con metodo, pazienza e disciplina paga e difende il capitale (oltre il 70% di

chi opera sui derivati con una gestione totalmente discrezionale brucia il 100% del capitale). Più di qualsiasi gestione passiva o fondata sull'ego attraverso una gestione più controllata del rischio.

L'augurio è che questo prezioso lavoro di Sassetti, utile come spunto di riflessione per tutti coloro che si misurano quotidianamente con l'andamento dei mercati, possa superare il muro di gomma che i money manager italiani (nessuno fra quelli interpellati ha voluto partecipare ad un dibattito sull'argomento) hanno eretto nei confronti dei risparmiatori e di contributi esterni. La strada indicata da Sassetti, con una parziale maggiore apertura a una gestione liberalizzata, più attiva e sistematica (qualcosa certamente di nicchia, meglio ribadirlo!) potrebbe essere certamente uno dei passaggi della modernizzazione di un settore troppo dominato dagli interessi pesanti delle grandi banche. Una tesi certamente provocatoria per far comprendere i rischi dell'attuale modello dove, per dirla con le parole pubblicate in un'intervista all'ex ambasciatore ed editorialista Sergio Romano su *Il Sole 24 ore* del 21 febbraio 2003: "Un Paese con poche grandi famiglie e due o tre banche che comandano manca di libertà".

Una tesi "diversa" (condivisibile o meno) ma che ha il merito di proporre anche possibili soluzioni e cercare di sviluppare un dialogo e una crescita di un settore dove la modernizzazione sembra avvenire più sul lato del marketing che sulla sostanza.

E dove gli obiettivi delle banche divergono pericolosamente sempre più da quelli dei loro clienti. Dall'alto non ci sembra ancora di assistere ad un serio ripensamento delle politiche finora attuate ma, dal basso della piramide (risparmiatori ma anche promotori e bancari che guardano ai loro clienti non come pecore da tosare senza dare nulla in cambio), qualcosa si muove. Chi svolge, come noi, un'attività di consulenza indipendente (con soddisfazione dei propri clienti in anni certamente difficili) confida intanto di non essere "banchizzato" con regole assurde e requisiti patrimoniali da Sim che impediscano di fatto la propria attività. Costringendo tutti i risparmiatori a sottoscrivere fondi d'investimento maledettamente "stupidi" ma venduti come "intelligenti".

Salvatore Gaziano s.gaziano@borsaexpert.it

1. Introduzione

1. La tesi di questo *pamphlet*

L'articolo 47 della Costituzione della Repubblica Italiana recita che *“la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme”*. La Costituzione fu promulgata nel dicembre del 1947 ed anche l'articolo 47 risente dei tempi in cui fu scritto. Ai tempi, infatti, il principale tema all'attenzione del legislatore era d'incoraggiare la formazione di nuovo risparmio e, poiché questo s'incanalava verso impieghi molto semplici (prevalentemente conti correnti bancari e titoli di Stato), il secondo tema di rilievo agli occhi del legislatore era di tutelare i depositanti da possibili fallimenti bancari.

Annualmente il 31 ottobre si celebra la giornata del risparmio. Oggi questa ricorrenza potrebbe rappresentare un'utile occasione per dibattere il tema della crisi di credibilità e d'identità dell'industria della gestione del risparmio, combattuta com'è tra gestione passiva nettamente predominante e gestione attiva ampiamente proclamata ma sicuramente minoritaria, tra banale amministrazione di panieri statici di titoli e creazione di valore aggiunto reale per i risparmiatori attraverso la gestione dinamica. Questo è quanto mi sono permesso di suggerire al Governatore della Banca d'Italia che tutti gli anni commemora questa ricorrenza con il pensiero rivolto all'art. 47 della Costituzione. Ma quest'articolo, a mio avviso, dovrebbe essere aggiornato: *“La Costituzione favorisce e stimola la concorrenza tra le aziende del risparmio gestito”*. Poiché, infatti, il risparmio è un valore costituzionalmente garantito e la concorrenza è la prima garanzia che l'economia di mercato non crei rendite di posizione contro i consumatori (ed i risparmiatori), ne consegue che la concorrenza nel risparmio gestito è un obiettivo di politica economica da perseguire attivamente per salvaguardare un principio costituzionale.

La tesi centrale di questo *pamphlet*, infatti, è che la crisi di credibilità e d'identità del risparmio gestito abbia radici internazionali ma che esista una peculiarità nazionale che inibisce gli stimoli competitivi necessari alle aziende del settore (così come di qualsiasi settore) per rimettere in discussione qualità dei servizi erogati, prezzi, procedure gestionali, meccanismi operativi, strutture organizzative, ecc.. Più precisamente questa peculiarità si chiama oligopolio. La sua malattia è rappresentata dall'ingiustificata rendita di posizione che concede alle aziende oligopolistiche e che inibisce le motivazioni al cambiamento. La sua unica medicina non dirigistica è una maggiore concorrenza tra operatori attraverso l'accesso al mercato da parte

di nuovi soggetti oggi esclusi non per ragioni professionali ma per ragioni normative e barriere d'ingresso patrimoniali che non hanno alcuna relazione con la salvaguardia del risparmio.

2. Un'industria con le "pile scariche"

Nel suo *Rapporto 2002 sulla situazione sociale del Paese* il Censis ha coniato un'espressione colorita ma efficace per esprimere il concetto che l'economia italiana sembra aver perso il suo dinamismo e la sua forza propulsiva: "Il Paese ha le pile scariche".

L'industria dell'intermediazione finanziaria e della gestione del risparmio è più provata nella sostanza della sua credibilità professionale di quanto non traspaia dalle apparenze dei bilanci delle aziende del settore. Per continuare ad utilizzare l'immagine coniata dal Censis, potremmo affermare che il risparmio gestito non può più illudersi di ricaricare le vecchie ed esauste pile al carbone semplicemente riscaldandole sopra un calorifero acceso ma deve pensare ad una nuova generazione di pile. Tre anni di ribassi borsistici hanno sancito nei fatti il completamento del ciclo di vita dei prodotti finanziari di vecchia generazione che ancor oggi rappresentano, però, l'ossatura portante del risparmio gestito, i fondi comuni perennemente e staticamente investiti in azioni, se non addirittura passivamente indicizzati ai *benchmark*, nel nome del più antico ma ormai sorpassato "paradigma" (alias "paradigma dogmatico") di gestione: *buy and hold*.

Tuttavia, interessi consolidati fanno sì che il dibattito sul tema del rinnovamento dei prodotti finanziari (e delle organizzazioni preposte a gestirle) sia quasi totalmente sopito. Si guardano bene dal sollevarlo i banchieri nazionali che, ancor prima dei gestori che hanno un ruolo esecutivo, sono i veri soggetti criticabili per la loro inerzia progettuale; non lo affrontano gli accademici, apparentemente non interessati ad elaborazioni originali sul tema, talora cooptati formalmente in organismi di gestione che, a causa di queste cooptazioni, evidentemente non si sentono di poter stimolare criticamente.

Per fare un confronto immediatamente comprensibile tra industria del risparmio gestito ed industria automobilistica, la situazione della prima potrebbe essere paragonata a quella di una Fiat Auto che volesse competere sul mercato dell'automobile continuando a produrre la vecchia Panda fatta oggetto di qualche banale *restyling*. L'industria del risparmio gestito è comparativamente meno concorrenziale di quella dell'automobile per ragioni strettamente connesse alle sue dinamiche competitive interne che consentono alle società del settore di crogiolarsi nell'idea di poter continuare a collocare fondi-Panda o, nella più malevola delle ipotesi, quelli che

nel mio recente libro *Investire controcorrente. Il conformismo finanziario e le alternative possibili*, FrancoAngeli, 2002, ho descritto come prodotti finanziari “placebo” (i prodotti “placebo” sono prodotti che, in virtù della loro scarsa trasparenza, riescono ad indurre illusioni ottico-finanziarie nei loro sottoscrittori; esempi tipici di prodotti finanziari “placebo” sono i prodotti a capitale garantito).

3. L'unica alternativa realistica al “fai da te” finanziario

Le più che deludenti performance offerte dai fondi comuni ai risparmiatori hanno riaperto il dibattito se il “fai da te” finanziario non sia un'opzione preferibile a quella di affidare i risparmi a società di gestione poco interessate a prendersi i rischi professionali necessari per cercare di garantire risultati decorosi ai loro clienti.

L'idea di “finanza democratica” coniata dal prof. Francesco Carlà, ad esempio, va in questa precisa direzione ma è stata originata appena prima dell'odierna crisi dei mercati finanziari. In un certo senso la “finanza democratica” di Carlà è stata figlia degli eccessi del mercato “toro” nel quale tutti si credono geni dei mercati azionari, ma oggi è rimasta orfana dei suoi presupposti macroeconomici essenziali. La disponibilità di tecnologia a basso costo, di bassi costi di negoziazione e la possibilità d'operatività in tempo reale sono solo pre-condizioni necessarie ma certo non sufficienti per dare avvio ad un nuovo Eden della “finanza democratica” intesa come “fai da te” realmente remunerativo per le masse e non solo per piccole élite di emancipati finanziari.

Il prof. Beppe Scienza, un matematico che ha scritto un interessante libro di denuncia sul risparmio gestito intitolato *Il risparmio tradito*, è un altro sostenitore del “fai da te”. Alcuni suggerimenti che propone nell'ambito del reddito fisso sono certamente apprezzabili ma, quando egli si addentra nel tema della gestione azionaria, i suoi consigli si possono ragionevolmente limitare solo a come minimizzare i costi di una gestione passiva, non certo a come impostare il “fai da te” di una gestione azionaria attiva. Ovviamente è molto più intelligente sottoscrivere un vero fondo indicizzato o, addirittura un ETF (*Exchange Traded Fund*), anziché un finto fondo a gestione attiva che si riveli, nei fatti, indicizzato e spesso caricato d'elevate commissioni di sottoscrizione, di gestione e perfino – ironia delle ironie per un fondo indicizzato – di performance. Tuttavia, una delle tesi del presente *pamphlet*, apparentemente banale eppure non ancora veramente accettata dall'industria del risparmio gestito, è che la gestione passiva racchiuda il rischio inaccettabile di mettere i risparmiatori in balia dell'andamento dei mercati finanziari. Mettere i risparmiatori in balia dei mercati a basso costo

è un'opzione intellettualmente ed economicamente più onesta rispetto a quella di metterli in balia dei mercati a condizioni da "scannatoio" ma la vera alternativa ancora tutta da esplorare sul piano dei prodotti gestiti è di offrire ai risparmiatori l'opportunità di non doversi mettere in questa scomoda e stupida posizione.

Esiste una sola situazione particolare nella quale oggi mi sentirei di suggerire il "fai da te" come soluzione possibile e ragionevole per i risparmiatori: qualora essi – e solo in questo specifico caso – volessero gestire in proprio un portafoglio monetario rappresentato da titoli del debito pubblico di Stati ad elevata affidabilità e/o di organizzazioni sopranazionali.

I rendimenti offerti dai mercati monetari, infatti, sono giunti ad un così basso livello e, al contrario, le commissioni di gestione sui fondi monetari sono rimaste (nella maggior parte dei casi, pur con le solite eccezioni) a livelli così elevati da rappresentare un onere spropositato caricato sui rendimenti lordi e tali da giustificare, in talune circostanze, il "fai da te" finanziario, specie per portafogli di un certo ammontare.

La mancata flessibilità al ribasso delle commissioni di gestione per i prodotti monetari ed obbligazionari, pur in un contesto di sistematica e pluriennale riduzione dei rendimenti lordi, è un'ulteriore espressione degli effetti negativi che l'oligopolio del risparmio gestito ha sul benessere dei risparmiatori. Sul mercato italiano esistono fondi obbligazionari internazionali e fondi monetari che, all'inizio del 2003, giungono a caricare rispettivamente fino all'1,2-1,4% e fino allo 0,8% di commissioni annue di gestione. Se si confrontano queste commissioni con i rendimenti ottenibili sui mercati obbligazionari e monetari ragionevolmente sicuri, ci si rende conto che questo regime commissionale oggi è molto oneroso, tanto più se abbinato a commissioni di sottoscrizione. Si potrebbe obiettare che tale regime commissionale sui fondi monetari ed obbligazionari derivi dalla sostenuta domanda di questi prodotti come conseguenza della fuoriuscita dei risparmiatori dai fondi azionari e bilanciati. Ma su questi ultimi si sono ancor più diffuse le commissioni di performance calcolate su periodi infra-annuali come forma di compensazione del calo delle commissioni di gestione sui prodotti azionari e, con tutta probabilità, come soluzione in grado di eludere – almeno parzialmente e certamente nello spirito – il divieto imposto nel 2000 dalla Banca d'Italia ai fondi comuni di esigere commissioni di performance in presenza di risultati negativi anche se migliori dei *benchmark*. Sarà interessante verificare per quanto tempo questa situazione verrà tollerata dalla Banca d'Italia. Il regime commissionale dei fondi comuni è dunque stabile se non addirittura con tendenza alle posizioni di rendita persino in condizioni di mercato depresso come è stato documentato anche nel servizio "Il fondo perde? Scatta il rincaro" su *Borsa & finanza* dell'1 febbraio

2003. Come si vedrà più in dettaglio nel capitolo 2, questa condizione è connessa alla struttura oligopolistica e scarsamente concorrenziale del mercato del risparmio gestito che fa sì che le commissioni non siano la vera variabile sulle quali le società di gestione competono.

Tuttavia, a parte il caso in cui il “fai da te” può concretizzarsi in una prudente e semi-statica gestione monetaria, nonostante i limiti gestionali dell’industria del risparmio gestito, l’ancora insufficiente trasparenza di alcuni suoi prodotti, il suo marketing troppo spesso sapientemente manipolatorio della realtà dei fatti e perfino i conflitti d’interesse che talvolta la contrappongono ai risparmiatori, non credo proprio che questa filosofia – se deve riguardare la componente azionaria – possa rappresentare una soluzione realisticamente estendibile alla gran massa dei piccoli risparmiatori.

E, dunque, come quadrare il cerchio della scelta tra due alternative inaccettabili, tra il “fai da te” generalmente impraticabile e, quindi, suicida per la maggior parte dei risparmiatori che desiderano avere un’esposizione sul mercato azionario ed il basso, nullo o persino negativo valore aggiunto (rispetto alla gestione passiva) di troppi prodotti di risparmio gestito?

Esiste una sola soluzione realistica e possibile, sia pure di lungo termine, a questo dilemma: la liberalizzazione del settore, ovvero sia l’aumento del numero di soggetti abilitati ad alimentare l’offerta di prodotti e servizi.

4. Cosa significa liberalizzare la gestione del risparmio

Questo obiettivo può essere perseguito con quattro diversi interventi su quattro diversi livelli:

1. l’abbattimento di barriere patrimoniali all’esercizio della gestione del risparmio poiché tali barriere, mentre non forniscono particolari garanzie ai risparmiatori, rappresentano serie limitazioni alla libera concorrenza;
2. la restituzione al risparmiatore della sua piena sovranità decisionale e libertà di scelta sui prodotti finanziari attraverso la loro libera sottoscrivibilità presso gli sportelli bancari;
3. l’eliminazione delle attuali soglie dimensionali alla sottoscrizione dei fondi cosiddetti “speculativi”;
4. una più elevata trasparenza ed una maggiore accessibilità delle informazioni sui prodotti gestiti per agevolarne la confrontabilità.

Il primo intervento ha risvolti più propriamente di politica economica e punta a stimolare la concorrenza nel settore del risparmio gestito attraverso un processo di liberalizzazione delle condizioni per cui dovrebbe essere

possibile esercitare l'attività di gestione del risparmio. Oggi si richiede alle Sgr un capitale minimo di un milione di euro, cifra che andrebbe nettamente ridotta anche perché le Sgr dovrebbero poter prendere in *outsourcing* alcuni servizi, a cominciare da quelli informatici, abbattendo gli investimenti tecnici fissi necessari per avviare l'attività. Questo processo di liberalizzazione deve ovviamente continuare a proteggere i risparmiatori dai rischi di truffe e di palese insufficiente professionalità ma deve altresì ispirarsi alla constatazione che la salvaguardia sostanziale dei capitali investiti dai risparmiatori nei fondi non viene affatto garantita dal fatto che la gestione del risparmio sia effettuata da rispettabili ma ingessate istituzioni bancarie, né viene garantita da obblighi patrimoniali che rappresentano barriere inutili e sovrastrutturali rispetto all'obiettivo di salvaguardare i capitali dei risparmiatori ma funzionali alla limitazione della concorrenza.

Mi è stato obiettato che questa barriera patrimoniale non sia oggi realmente sostanziale. In effetti, non è una barriera sostanziale per istituzioni ma è una barriera seria per molti soggetti privati che oggi svolgono attività consulenziale (o di gestione "abusiva" del risparmio) e che potrebbero riorientarla in attività di gestione di fondi e patrimoni (o farla emergere alla luce del sole). La gestione del risparmio è un'attività essenzialmente intellettuale e di puro servizio per la quale, fatti salvi alcuni obblighi di professionalità dei gestori, di trasparenza e di informativa da garantire ai risparmiatori e, infine, fatte salve le dovute garanzie di distinzione tra i patrimoni dei gestiti e quelli dei gestori, ogni altra limitazione dovrebbe essere abolita.

La piena liberalizzazione del settore è la soluzione realmente strutturale nel lungo termine in quanto non si affida alla volontà endogena di cambiamento delle istituzioni finanziarie ma incide sul problema strutturale del settore, la sua forma oligopolistica, che ne determina la mancata evoluzione per mancanza di stimoli competitivi.

Il secondo intervento citato intende favorire l'esercizio della sovranità e della libertà di scelta dei risparmiatori, conferendo loro la possibilità di sottoscrivere qualunque fondo comune (purché regolamentato e collocato sul territorio nazionale) presso qualsiasi banca, così come oggi presso ogni banca si possono bonificare importi sui conti di qualsiasi altra banca. Qualunque cliente di una banca dovrebbe poter sottoscrivere i fondi di qualsiasi Sgr senza particolari complicazioni burocratiche, detenendone le quote in custodia presso la sua banca di fiducia, se di suo gradimento. Oggi la tecnologia, grazie anche all'introduzione della firma digitale, consente di pervenire a questo obiettivo purché vi sia la volontà politica in tal senso. Attualmente le banche sfruttano il desiderio di molti risparmiatori di avere una gestione finanziaria semplificata e di conservare accentrato il loro pa-

trimonio mobiliare, limitando la loro libertà di scelta tra i prodotti finanziari disponibili e restringendo le loro alternative ai prodotti di casa, prescindendo dalle loro qualità intrinseche. In altri termini, il mercato del risparmio gestito è segmentato in aree bancarie di influenza tra le quali la mobilità dei risparmiatori è ostacolata. Compito del legislatore è quello di creare le condizioni per un grande mercato unico dei prodotti del risparmio gestito ove siano eliminati tutti gli impedimenti per l'esercizio di una libera scelta da parte dei risparmiatori.

Come la *number portability* nella telefonia mobile stimolerà una maggiore concorrenza tariffaria tra società telefoniche perché ridurrà i costi e gli inconvenienti del cambio di gestore, analogamente la libera accessibilità a tutti i prodotti finanziari regolamentati aumenterà la concorrenza tra società di gestione e favorirà la specializzazione tra gestori e distributori di prodotti finanziari. Un gestore indipendente capace potrà esaltare i suoi risultati con una campagna pubblicitaria, certo che le banche non potranno opporre ai loro clienti il rifiuto di sottoscrivere i suoi fondi attraverso i loro sportelli. Questo cambiamento motiverà le società di gestione ad una differenziazione basata sulle performance ed il controllo del rischio di prodotti finanziari a gestione attiva.

Il terzo intervento, argomentato in particolare nel capitolo 4 di questo *pamphlet*, riguarda l'eliminazione delle attuali soglie dimensionali alla sottoscrizione dei fondi non armonizzati UE, i fondi cosiddetti "speculativi". Attualmente i fondi speculativi di diritto italiano sono sottoscrivibili per importi unitari non inferiori a mezzo milione di euro. Se si vorrà mantenere una discriminazione tra soggetti abilitati alla sottoscrizione dei fondi speculativi, essa dovrà essere, eventualmente, tra investitori istituzionali (le persone giuridiche) ed individuali (le persone fisiche). Discriminazioni tra persone fisiche fondate, di fatto, sul censo (la possibilità di investire almeno mezzo milione di euro), come avviene sotto l'attuale normativa, hanno un sapore anacronisticamente illiberale. Infatti, i fondi cosiddetti speculativi di diritto italiano negli ultimi anni si sono dimostrati, nella realtà, assai più difensivi dei fondi comuni d'investimento; godono di più gradi di libertà operativa dei fondi comuni e consentono ai loro privilegiati sottoscrittori di guadagnare anche nelle fasi di ribasso dei mercati; pertanto, consentire *ope legis* solo ai "ricchi" la loro sottoscrizione è un modo per costringere gli esclusi al ruolo di "parco buoi" dei prodotti finanziari gestiti.

Ne' può affermarsi – vedremo nel paragrafo 5 un caso emblematico in tal senso – che la ricchezza detenuta dagli investitori sia di per se stessa indice di sofisticazione nella valutazione degli investimenti speculativi e/o di capacità di apprezzarne pienamente i rischi, il che è, invece, il presupposto implicito di questa normativa discriminante. Sulla base della presunta rela-

zione esistente tra ricchezza e sofisticazione degli investitori consegue che il manager-gestore (di un fondo speculativo), qualora non abbia la disponibilità personale di mezzo milione di euro, paradossalmente non possa sottoscrivere il fondo da lui stesso gestito.

La stessa legge sui fondi chiusi di *private equity*, che disciplina prodotti non meno rischiosi, certamente più illiquidi dei fondi hedge e meno adatti al risparmiatore “medio”, prevede una soglia minima d’investimento di 100 milioni di lire (meno di 52 mila euro).

Infine, va tenuto presente che, con la diffusione del trading on line, si è reso pienamente libero (e senza “patente”) l’accesso ai derivati da parte del grande pubblico. Concedere al grande pubblico di accedere individualmente al mercato dei derivati e non consentire ad esso di sottoscrivere fondi cosiddetti speculativi equivale, in un certo senso, a liberalizzare il mercato dell’eroina e permettere il tabacco a chi possa pagare mille euro per un pacchetto di sigarette. A conferma di questa interpretazione, uno dei problemi più gravi lamentato dalle società di trading on line è l’uscita di clienti dal mercato dopo aver perso tutto il capitale stanziato per il trading.

Il divieto di accesso ai fondi hedge per i piccoli e medi risparmiatori non deve sorprendere se il vero fine di questa norma non viene identificato tanto con il proteggere i risparmiatori (da rischi che non sarebbero in grado di valutare) quanto, più verosimilmente, col precludere loro alternative di gestione attiva ai fondi comuni e, conseguentemente, col creare una cintura di protezione attorno all’industria nazionale dei fondi comuni di investimento, limitando le alternative a gestione attiva effettivamente a disposizione dei piccoli e medi risparmiatori.

Per tutte queste considerazioni la norma di legge che discrimina i sottoscrittori dei fondi speculativi sulla base del censo è, a mio avviso, da giudicarsi di dubbia costituzionalità in quanto non mi pare rispettosa dell’art. 3 della Costituzione.

Il quarto intervento riguarda l’accesso all’informativa e la trasparenza. Il risparmiatore deve essere in condizione di poter accedere attraverso Internet ad almeno due informazioni essenziali per la sua scelta consapevole: i prospetti informativi dei fondi e il confronto aggiornato tra l’andamento delle quote dei fondi e quello dei rispettivi *benchmark*. Quest’obbligo informativo andrebbe definito per legge. Ad esempio, ho l’abitudine di sconsigliare i fondi che ricalcano più o meno pedissequamente i *benchmark* (in quanto quest’informazione è spia di basso o nulla valore aggiunto nella gestione) e l’informativa disponibile in rete aiuta nelle valutazioni. Alcune Sgr sono state criticate in questo *pamphlet* per specifici aspetti gestionali o contrattuali ma questo significa anche che avevano reso disponibili le informazioni sugli aspetti criticabili. Almeno di ciò va dato loro merito. I

prodotti d'altre società non sono sempre altrettanto facilmente analizzabili, giacché la documentazione illustrativa e contrattuale non è reperibile in Internet.

5. Superare il garantismo formalista nella gestione del risparmio

L'attuale normativa sull'accesso alla gestione del risparmio presenta, dunque, elementi di formalismo il cui obiettivo non appare per nulla quello di garantire i risparmiatori, bensì semplicemente di limitare la concorrenza nella gestione del risparmio attraverso l'imposizione di barriere d'ingresso di tipo patrimoniale.

Il formalismo normativo, come sempre, sviluppa la ricerca di soluzioni tecnico-giuridiche per *bypassarlo*.

La quotazione di Cdb Web Tech ha rappresentato un esempio di clasmamento (sia pur indiretto, attraverso un "contenitore" quotato) di fondi di per loro stessi non autorizzati sul nostro mercato *retail* e questo, nella sostanza dei fatti, prescindendo dalla forma giuridica individuata per offrire questi investimenti al pubblico dei piccoli risparmiatori.

La società del gruppo di Carlo Debenedetti, infatti, è un veicolo investito in fondi comuni ad elevato rischio (in quanto specializzati nella *new economy*) e, soprattutto, fondi *hedge* e fondi di *venture capital* internazionali, ovverosia di prodotti di cui, in Italia, non è autorizzato il collocamento al pubblico. Attraverso la soluzione tecnica della quotazione al Nuovo Mercato di una società per azioni si è reso accessibile ai piccoli risparmiatori ciò che sarebbe stato altrimenti loro inaccessibile, sia pure in maniera fiscalmente inefficiente rispetto all'impiego di un fondo speculativo autorizzato (a causa dell'Irpeg che grava sul reddito delle società per azioni). La società equivale, pertanto, ad un fondo di fondi speculativi ed il suo consiglio di amministrazione, che ne decide le politiche d'investimento, svolge, in pratica, le funzioni di una Sgr.

L'operazione Cdb Web Tech si è notoriamente risolta in un *flop* finanziario di ampia portata per errori nella selezione degli investimenti (altamente speculativi), nel loro *mix* (scarsamento bilanciato) e, soprattutto, nel *timing* della loro iniziale sottoscrizione (il picco della bolla speculativa dei mercati azionari), così come ho cercato di spiegare nel capitolo 5 di *Investire controcorrente*.

Questo risultato, tuttavia, non ha impedito alla Banca d'Italia di autorizzare la costituzione di Webtech Sgr, una società di gestione del risparmio creata per sfruttare "l'esperienza maturata da Cdb Web Tech nei settori del *venture capital* e degli *hedge funds*. L'elemento di forte differenzia-

zione di *Webtech Sgr* consiste, infatti, nella possibilità di sfruttare i contatti e le competenze accumulate da *Cdb Web Tech*” (dal comunicato stampa di *Cdb Web Tech* del 16 febbraio 2001). La Banca d'Italia avrebbe potuto negare l'autorizzazione alla costituzione della *Sgr* in presenza dei necessari requisiti formali, tra cui quello patrimoniale? No di certo. La Banca d'Italia potrebbe, in linea di principio, entrare nel merito di altri requisiti più sostanziali? No di certo, non ne avrebbe le competenze e, per di più, quest'approccio qualitativo e discrezionale non si addice alla pubblica amministrazione, alle *authority* e, in generale, agli organi di vigilanza che possono solo decidere sulla base di criteri formali ed oggettivi. Ecco che si deve concludere che il benessere dei risparmiatori non sia garantito da inefficaci, giacché formali, regolamentazioni, bensì dall'abbattimento di inutili e pretestuose barriere alla competizione. In tal modo, anche con modesti capitali, puri professionisti, oggi consulenti, potrebbero avere l'*equal opportunity* di creare *Sgr* indipendenti da grandi gruppi finanziari e potrebbero confrontarsi liberamente con gruppi industriali, banche ed assicurazioni sul piano della professionalità e non della patrimonialità. L'interesse collettivo potrebbe contare sul fatto che, grazie alla trasparenza assicurata al mercato, parafrasando al contrario la legge di Gresham, “l'erba buona scacci quella cattiva”.

Ovviamente gli organismi di controllo e di sorveglianza dovrebbero essere potenziati ma, salvo mettere in dubbio i benefici indotti dalla concorrenza, il benessere collettivo ne trarrebbe giovamento in termini di maggiore articolazione dell'offerta, migliori performance, livelli commissionali più contenuti. Così come la polizia stradale preferirebbe svolgere il suo compito di pattugliamento su strade poco affollate, analogamente le autorità di controllo e di sorveglianza potrebbero essere allarmate dalla prospettiva dell'incremento dei soggetti abilitati alla gestione del risparmio. Questo timore è umanamente comprensibile ma il fine superiore di politica economica giustifica qualche apprensione e lo sforzo organizzativo conseguente.

Anche nel caso del collocamento in borsa di *Cdb Web Tech* che, nei fatti, è un fondo di fondi ad altissimo rischio, più che la qualificazione di un team di professionisti, ha fatto premio la potenza di fuoco finanziaria spendibile da un grande gruppo finanziario; ma questa potenza di fuoco non ha per nulla rappresentato una garanzia di professionalità per i risparmiatori, come dimostrano la distruzione di ricchezza determinata dal crollo del titolo e, ben più importante, le ingenti perdite accumulate dalla società negli anni a causa di investimenti arrischiati ed intempestivi.

In conclusione, siamo entrati in un'epoca nella quale non sono più ammissibili barriere ingiustificate alla piena liberalizzazione della gestione

del risparmio, ne' illiberali discriminazioni alla sottoscrizione dei prodotti finanziari basate sul censo, come se la Rivoluzione Francese avesse avuto luogo invano. I valori della concorrenza sono perfettamente conciliabili con i principi della tutela del risparmio, anzi, fuori di una visione formalistica, la concorrenza è proprio la migliore alleata dei risparmiatori perché stimola l'efficienza e la trasparenza. Non è ammissibile, ne' eticamente, ne' economicamente, un sistema finanziario che basi la sua prosperità su principi diversi se non contrari a quelli della concorrenza, della trasparenza e della non discriminazione (*equal opportunity*) nell'accesso ai prodotti finanziari..

Attuare questo programma di liberalizzazione significa concretamente fare politica economica attiva per un comparto importante del terziario avanzato e significa anche dare un grande impulso ad un'industria del risparmio gestito realmente competitiva. Poiché l'Italia è un Paese di grandi stock di risparmio monetario, questa politica attiva cadrebbe in un contesto potenzialmente fertile e potrebbe forse originare la più forte industria del risparmio gestito dell'Europa continentale.

Il sottoprodotto necessario di questa liberalizzazione (e, al tempo stesso, la sua condizione necessaria) è di restituire centralità alla figura professionale dell'analista finanziario e di rivalutarne le competenze.

Poiché la liberalizzazione porterebbe ad un incremento dei prodotti a gestione attiva (così come di quelli indicizzati ma a basse commissioni di gestione e senza commissioni d'ingresso e performance), la figura professionale dell'analista finanziario – assolutamente centrale ma *solo* nella gestione attiva di portafoglio – si svincolerebbe progressivamente dall'attuale ruolo di subalternità/irrilevanza nelle società di gestione.

Essa assumerebbe piena dignità e rilevanza giacché l'analisi finanziaria efficace, sia essa fondamentale, tecnica, statistica o macroeconomica, è il primo presupposto della gestione attiva e di una maggiore diversità bio-finanziaria del nostro sistema. L'alternativa a questo scenario è l'estinzione della figura dell'analista finanziario od il suo relegamento ad una funzione coreografica e di cosmesi commerciale: per amministrare portafogli indicizzati gli analisti finanziari, oggettivamente, non servono...

2. Il risparmio gestito al bivio tra gestione attiva e valore aggiunto irrilevante per i clienti

...difficilmente accade che gli uomini di uno stesso mestiere si trovino insieme, anche semplicemente per un festeggiamento od uno svago, senza che la conversazione finisca in una cospirazione contro il pubblico, o in una qualche invenzione per innalzare i loro prezzi.

Adam Smith, La ricchezza delle nazioni

1. La rimozione psicoanalitica delle responsabilità gestionali nell'industria del risparmio gestito

Where are the customers' yachts? è il titolo di un libro americano del 1940 che smitizza con ironia alcune credenze che circondano il mondo dell'intermediazione finanziaria. Il titolo s'ispira all'aneddoto di un cliente del grande banchiere J.P.Morgan in visita presso il New York Yacht Club.

“Vede? – indicò J.P.Morgan – *questi sono gli yacht dei banchieri e questi altri quelli dei broker*”. “E, quindi, dove sono gli yacht dei clienti?” chiese il cliente. La domanda era maliziosa ma sicuramente lecita.

Anche nel libro *Investire controcorrente* uno degli interrogativi principali riguarda il livello concreto di servizio ed il valore aggiunto reale offerti dall'industria del risparmio gestito ai suoi clienti, i risparmiatori privati e gli investitori istituzionali.

In Italia, come nel resto del mondo occidentale, quest'interrogativo è stato confinato nell'ombra da circa tre lustri di mercati azionari toro alimentati da un contestuale processo internazionale di disinflazione. Tuttavia, la profonda correzione dei mercati azionari internazionali nel triennio 2000-2002 ha reso d'attualità la sentenza “do not confuse a bull market with a mind”, “nei mercati toro siamo tutti geni”. Oltre tre lustri di guadagni borsistici diffusi hanno messo in secondo piano performance del “sistema fondi” che troppo spesso si sono rivelate sotto ai *benchmark* di riferimento e la sostanziale inadeguatezza dell'industria del risparmio gestito nel configurare modifiche radicali nelle politiche di *asset allocation* dei portafogli gestiti.

Il fatto che la correzione borsistica degli anni 2000-2002 sia stata accompagnata, ma solo parzialmente alimentata, dal fenomeno delle manipolazioni contabili passato sotto il nome di “enronite” ha fatto sì che il mondo del risparmio gestito, grazie appunto all’emergere degli scandali contabili, abbia avviato un processo di rimozione, psicoanalitica oltre che politica, delle sue responsabilità gestionali nei confronti della clientela grande e minore.

In Italia si è registrata una manifestazione esemplare di questo processo di rimozione in occasione della pubblicazione da parte di Mediobanca del “Rapporto” sui fondi e sicav italiani 1984-2001 che ha visto il presidente di Assogestioni mettersi in luce non tanto per una pacata critica metodologica al Rapporto stesso quanto per aver vibrato uno scomposto attacco alla banca d’affari milanese: come dovrebbe altrimenti giudicarsi il tentativo di mettere sotto accusa il Rapporto con l’infelice argomentazione che *anche* il titolo Mediobanca avrebbe performato peggio dell’indice dei titoli bancari?¹ Come se la presunta sottoperformance del titolo Medioban-

¹ Il settimanale *Borsa & finanza* del 10 agosto 2002 ha riportato un’intervista al segretario generale di Assogestioni su un altro tema concernente il risparmio gestito, quello delle commissioni di movimentazione. L’articolo prendeva le mosse dalla decisione della Consob di vietare le commissioni di movimentazione sulle gestioni patrimoniali individuali, cioè quelle commissioni che sono esatte a favore della società di gestione ed aggiunte a quelle di negoziazione sui titoli. È utile ricordare che le società di gestione vengono già remunerate, per il loro servizio, tramite commissioni di gestione applicate sul controvalore dei capitali in gestione.

Alcune affermazioni del segretario generale di Assogestioni meritano di essere riportate perché sono indicative del *sentimenti* che pervade il settore del risparmio gestito: “*Nel definire il divieto di applicazione delle commissioni di movimentazione bisogna anche qualificare meglio la fattispecie – esordisce il segretario dell’associazione – altrimenti si rischia di commettere degli sbagli, ingessando troppo l’attività di gestione, soprattutto quella attiva... Bisogna per esempio escludere tutti i casi in cui le commissioni di movimentazione sono realizzate nell’esclusivo interesse del cliente...*”. Sorvolando sull’affermazione che possono esistere commissioni applicate nell’esclusivo interesse dei clienti, fin qui il lettore potrebbe credere ad un equivoco tra i concetti di “movimentazione del portafoglio” – che è logicamente connessa alla stessa gestione attiva per la quale il cliente già paga la commissione di gestione – e di “commissioni di movimentazione” pretese per un servizio già pagato e, quindi, dovuto. Una domanda successiva consente di chiarire la posizione di Assogestioni su questo tema: “*Non sarebbe bene evitare tutte le spese diverse da quelle di negoziazione che vengono sostenute, per esempio, per la compravendita del titolo?*” “*Sì, ma il divieto assoluto di caricare le commissioni di movimentazione potrebbe provocare paradossalmente l’effetto contrario a quello desiderato. Rendendo cioè non economica la gestione attiva effettuata dalla società di gestione a favore del cliente*”. L’ultima domanda del giornalista dissolve ogni dubbio sul pensiero della categoria: “*In pratica, con la sola commissione fissa il gestore potrebbe non avere interesse a muovere il portafoglio del cliente per sfruttare tutte le situazioni di mercato?*”. “*Proprio così*”, conferma il segretario generale della categoria dei gestori. Il segretario dell’associazione dei gestori non ha evidente-

ca escludesse moralmente il diritto di svolgere una ricerca sulle performance dei fondi comuni!

Investire controcorrente individua nella mancata gestione dinamica dell'*asset allocation* (qui intesa in via semplificata come percentuale d'investimento allocata sulle azioni) dei portafogli azionari la ragione principale del modesto livello di servizio complessivamente offerto dall'industria del risparmio gestito alla clientela. Infatti, l'analisi empirica ha rilevato che gran parte del rendimento dei portafogli azionari deve attribuirsi alla gestione della variabile *asset allocation* e che normalmente tale variabile ha un impatto sicuramente superiore alla variabile *stock picking* (selezione dei titoli) sul rendimento finale dei portafogli². Se la variabile *asset allocation* viene poco o nulla gestita, il rendimento finale del portafoglio tende semplicemente e passivamente ad approssimarsi al rendimento medio ponderato delle performance dei *benchmark* delle classi d'investimento in cui il portafoglio è originariamente e staticamente allocato. Ne consegue che, ogni qual volta viene a mancare la gestione attiva della variabile *più rilevante* ai fini delle performance (e del rischio) dei portafogli, viene conseguentemente a mancare proprio la gestione attiva della variabile che dovrebbe *più di ogni altra* caratterizzare il servizio del risparmio gestito.

Nonostante l'evidenza di questo problema, nell'industria del risparmio gestito gran parte delle risorse di ricerca normalmente è spesa nei servizi di *equity research* dedicati all'attività di *stock picking*. Questo scelta organizzativa apparentemente illogica (ovverosia l'allocazione di *prevalenti* risorse umane su un'attività – lo *stock picking* – che, invece, ha un impatto *secondario* sulle performance dei portafogli gestiti) è spiegabile con prevalenti motivazioni di marketing.

mente considerato le commissioni di performance quali incentivi più idonei a conciliare l'interesse delle società di gestione con quello dei loro clienti, stimolando la movimentazione ragionata dei portafogli senza i conflitti di interesse che, invece, *sempre* sono indotti dalle commissioni di movimentazione.

² La ricerca che per prima giunse a questa conclusione fu quella per opera di Brinson, Hod e Beebower, "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, luglio-agosto 1986. Ad essa seguì un aggiornamento per opera di Brinson, Singer e Beebower pubblicato sul *Financial Analysts Journal* del maggio-giugno 1991. Tale aggiornamento concluse che, nel 91% dei casi, la determinante principale del rendimento di un campione analizzato di fondi pensione era stata l'allocazione tra azioni, obbligazioni e cassa e che solo nel 4,6% dei casi lo *stock picking* aveva avuto un ruolo più rilevante nel determinare il rendimento finale dei portafogli pensionistici.

2. Cause della staticità gestionale

Un secondo interrogativo chiave del libro riguarda l'origine della descritta staticità gestionale. Quali sono le cause della staticità tipica del processo di *asset allocation* dei fondi comuni e dei fondi pensione? In *Investire controcorrente* si è tentato di proporre una spiegazione connessa alla difficoltà psicologica esistente all'interno delle organizzazioni burocratiche a modificare le politiche d'investimento a fronte di scenari borsistici che sono, comunque, altamente aleatori³.

Mentre il libro era ancora in stampa ho avuto l'opportunità per discutere informalmente questo tema con un manager di una delle maggiori banche di gestione del nostro Paese.

La tesi che ho sostenuto è che, nelle società di gestione, le politiche di *asset allocation* debbano essere prevalentemente affidate a modelli statistici fatti oggetto di preventive procedure di *backtesting* in modo sollevare i singoli gestori dalla discrezionalità della decisione più onerosa e complessa della gestione di portafoglio. Il concetto alla base di questo principio è che, nell'*asset allocation* così come nel *system trading*, regole operative

³ Ad esempio, attorno a metà del 2002 si è assistito a dichiarazioni emblematiche di questa difficoltà rilasciate alla stampa da alcuni gestori e *private banker* che operano anche per conto di istituzioni finanziarie qualificate. C'è chi ha consigliato apertamente, ma con scarso tempismo, di puntare su prodotti a capitale garantito e chi, invece, ha esteso a dismisura l'orizzonte temporale cui gli investitori dovrebbero riferirsi. Ad esempio, si veda l'articolo "I gestori rivalutano la borsa ma con prudenza" (*Il Sole 24 ore* del 17 agosto 2002) dove il responsabile degli investimenti azionari di un'importante società di gestione italiana dichiarò: "In questo quadro per un risparmiatore che ha una prospettiva d'investimento a dieci anni (sic!), se le possiede è bene che venda obbligazioni decennali per comprare azioni". Dilatare in tale misura l'orizzonte temporale degli investimenti significa, nei fatti, sottrarre l'operato del gestore ad ogni ragionevole verifica sui risultati. Infine, manifestazione esemplare del timore di modificare l'*asset allocation* in una *qualunque* direzione è stato l'appello ricorrente a non comprare né a vendere azioni per chi le avesse già in portafoglio, cioè a non fare assolutamente nulla. Il che, in talune limitate circostanze, può anche non essere del tutto errato se non fosse che questo tipo di consulenza professionale è stato in realtà uno dei più ricorrenti *leit motiv* di tutto il ribasso di borsa del triennio 2000-2002. Si veda, ad esempio, "Non mutare l'*asset allocation*" in *Borsa & finanza* del 27 luglio 2002, con la ciliegina filosofica finale: "La decisione se rientrare o meno sui mercati azionari dipende dalla propensione al rischio del risparmiatore". Si presti la massima attenzione alle implicazioni di tale affermazione: secondo il *private banker* intervistato, tale decisione non dipende dalla sopra/sottovalutazione e, quindi, dalla conseguente direzione attesa dei mercati azionari, bensì dalla propensione al rischio del risparmiatore! In questo modo il *private banker*, che dovrebbe essere depositario di una conoscenza finanziaria superiore a quella del suo cliente, scarica su quest'ultimo – oltre che le conseguenze – anche la responsabilità "tecnica" delle scelte di *asset allocation*. Questo atteggiamento mentale rappresenta, a mio avviso, uno dei maggiori ostacoli all'evoluzione dell'industria del risparmio gestito verso la sua piena responsabilizzazione nei confronti della clientela.

codificate *ex ante* possano più agevolmente imporre la disciplina necessaria per modificare nella misura necessaria le strategie d'investimento dei portafogli gestiti⁴. Tale disciplina consente di minimizzare gli inevitabili errori gestionali imputabili a stress, spirito di rivalse, desiderio di affermazione dell'ego e – soprattutto – difficoltà psicologica a chiudere posizioni in perdita⁵, ecc..

Il manager ha obiettato come la sua banca, in realtà, abbia fatto sviluppare un modello econometrico per la gestione dell'*asset allocation* ma che, nonostante abbia storicamente fornito buona prova di se stesso, tale modello non sia sostanzialmente assecondato nelle scelte operative. Il manager ha esplicitamente giustificato questo comportamento (cioè, il mancato assecondamento, se non marginale, di un modello che ha, invece, dimostrato buona capacità previsionale sugli indici di borsa) con lo "stress gestionale" che deriverebbe alla società di gestione dall'assumere politiche d'investimento troppo difformi da quelle della concorrenza che s'ispirano a politiche di sostanziale indicizzazione passiva dei portafogli. In altri termini, alcune istituzioni finanziarie leader si sono dotate di modelli d'analisi e di previsione per gestire dinamicamente l'*asset allocation* dei fondi ma la scelta politica dominante rimane quella di non farne un uso apprezzabile.

⁴ Se fossero diffuse metodologie operative di questo tipo, le gestioni di portafoglio avrebbero maggior dinamismo e si eviterebbe di dover ascoltare dichiarazioni quali "*Nessuno ha la sfera di cristallo*", rilasciata a *Il Sole 24 ore* del 28 settembre 2002 dall'amministratore delegato di un'importante banca di gestione quotata. L'amministratore della banca replicava al rilievo dell'intervistatore di aver consigliato i suoi clienti di comprare azioni nel 2000, nel 2001 e nel 2002, infliggendo gravi perdite a tutti coloro che gli avessero prestato ascolto. È indubbio che nessun gestore possiede la sfera di cristallo ma è anche altrettanto vero che (a) gli indicatori prezzo/utili e prezzo/mezzi propri delle borse nel 1999-2000 indicavano insostenibili eccessi che non potevano essere ignorati dai gestori professionali in buona fede e che (b) già nel 2000 l'indice Mib era scivolato sotto la sua media mobile a 200 giorni, indicatore rozzo e primitivo che, tuttavia, sin dall'inizio del secolo scorso, segnala con una certa precisione il trend primario nei mercati azionari. Investire contro i trend primari è una prassi decisamente rischiosa che può costringere i gestori a rifugiarsi nella giustificazione del "lungo termine", divenuto a quel punto necessario per recuperare le perdite subite... Se la gestione del rischio azionario viene realizzata semplicemente sollecitando, a tutti i livelli di quotazioni borsistiche, piani di accumulo di fondi in modo da far mediare ai clienti i valori delle quote, bisogna allora malinconicamente convenire che il valore aggiunto offerto dalle società di gestione ai loro clienti con tale metodologia è veramente modesto.

⁵ Per fare un paragone comprensibile, si osservi come i computer, per quanto programmati dall'uomo, normalmente riescano a battere gli uomini nel gioco degli scacchi. Alcuni campioni eccezionali riescono a battere i computer ma, nella stragrande maggioranza dei casi, i computer battono gli uomini anche a livelli modesti di difficoltà del gioco. Questo concetto è sviluppato nel capitolo 4.

Una delle ragioni di questo comportamento apparentemente irrazionale può essere connessa al fatto che i modelli d'analisi e di previsione siano stati fatti sviluppare esternamente alle società di gestione e/o da strutture di staff che non hanno responsabilità operative dirette, così da creare una situazione di diffidenza professionale da parte dei gestori le cui competenze talvolta non consentono loro di comprendere intimamente e, conseguentemente, di accettare senza riserve mentali le indicazioni operative offerte da tali modelli. Per questa ragione in *Investire controcorrente* ho sostenuto che, per uscire da questa situazione di inerzia gestionale, in futuro sarà giocoforza modificare i requisiti professionali dei gestori in modo che essi stessi diventino parte attiva nel processo di elaborazione algoritmica dei modelli di *asset allocation*.

La tesi sostenuta dal manager della banca di gestione è stata, invece, che il problema commerciale chiave di una società di gestione non sia tanto quella della gestione dinamica dell'*asset allocation* (che risulta politicamente quasi impossibile), bensì quello di “educare” i clienti a superare lo stress derivante dalle crisi dei mercati azionari⁶.

Non ho alcun dubbio che questa tesi sia da accantonare come fuorviante rispetto alla reale natura del problema e perfino come irrealistica. Infatti, se lo stress gestionale di scelte anomale d'investimento non è sopportato da professionisti a tempo pieno della gestione di portafoglio non si comprende come il medesimo stress (ma derivante dal dover assistere alla decurtazione drammatica del valore degli investimenti a seguito delle politiche di indicizzazione passiva dei fondi comuni) possa essere sopportato da semplici risparmiatori.

⁶ Questa filosofia appare particolarmente diffusa in quelle organizzazioni che basano la distribuzione su reti di promotori finanziari. Si veda, ad esempio, “Un monitor con 5 portafogli di riferimento” in *Il Sole 24 ore* del 23 settembre 2002 dove si riporta la notizia dello sviluppo da parte di una nota società di gestione di un modello per la misurazione dell'accettazione del rischio da parte dei clienti onde consentire ai promotori di “*lavorare di più sull'aspetto psicologico del rapporto*”. Peraltro questa specifica società dovrebbe avere meno bisogno di altre di sottoporre i suoi clienti a sedute “psicoanalitiche”. Lo si deduce dalle capacità di *timing* quali quelle rivendicate, sia pur implicitamente, in *Il Sole 24 ore* dall'amministratore delegato della medesima società in data 1 settembre 2002: “*Iniziamo a sottolineare che la ripresa borsistica di agosto equivale a tre anni investiti in titoli di Stato... semplicemente stando sotto l'ombrellone*”. Viene spontaneo augurare “buona abbronzatura” a tutti i clienti di questa società: chi ha fatto una dichiarazione del genere non poteva che essere senza azioni alla fine di luglio. Infatti, il mercato azionario è sceso fino alla fine di luglio 2002 ed è rimbalzato nel mese di agosto. Rivendicare un rendimento positivo a valere sul rimbalzo di agosto equivale a dire di aver comprato azioni solo alla fine di luglio o, in alternativa, aver semplicemente rilasciato una dichiarazione propagandistica... Di certo, stando sotto l'ombrellone, alcune Sgr hanno incassato nel mese di agosto commissioni di performance mensili moralmente ingiustificate (si vedano oltre i par. 5 e 6).

In ogni caso, è accreditabile lo scenario competitivo di istituzioni finanziarie che, avendo posizioni dominanti sul mercato del risparmio gestito, si “marcano” a vicenda, evitando accuratamente di farsi concorrenza sulla *sostanza* delle politiche d’investimento adottate attraverso la scelta-non-scelta convergente della sostanziale indicizzazione dei portafogli ai *benchmark*.

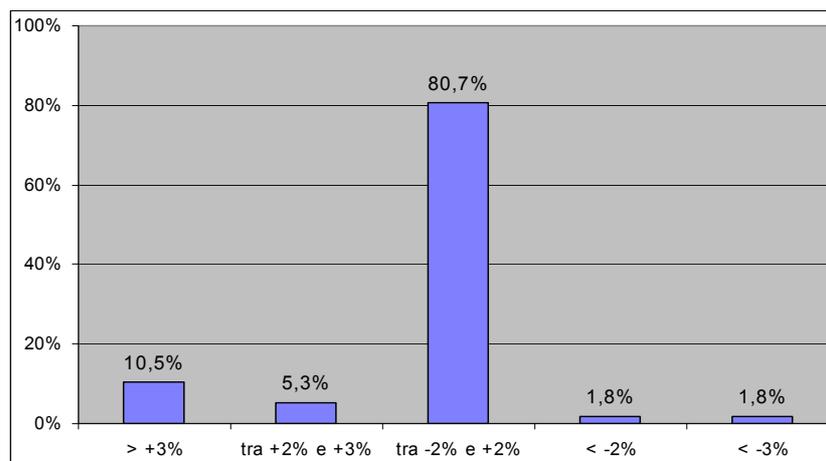
Nella *figura 1* è riportato un campione rappresentativo di fondi azionari, con i relativi rendimenti a 12, 24 e 36 mesi, gestiti dai tre principali *player* del risparmio gestito in Italia (Nextra/Intesa-BCI, San Paolo-IMI, Unicredit). L’elevata correlazione dei rendimenti nel tempo segnala ragionevolmente una correlazione delle *asset allocation* altrettanto elevata. Il progressivo allineamento dei rendimenti nel più breve termine sembrerebbe indicare addirittura un progressivo aumento nel sincronismo tra le politiche di *asset allocation* e/o di indicizzazione tra i fondi.

Fig. 1 – Rendimenti a 1, 2 e 3 anni di un campione di fondi comuni d’investimento calcolati al 31 agosto 2002

	Rendimento % a 1 anno	Rendimento % a 2 anni	Rendimento % a 3 anni
Fondi az. nord America			
Nextra Nordamerica	-28,4	-37,0	-28,5
San Paolo America	-30,9	-40,5	-26,2
Unicredit Az. America A	-31,3	-40,0	-27,7
Fondi az. Europa			
Nextra Az. Europa	-25,4	-40,8	-31,1
San Paolo Europe	-27,9	-47,4	-30,8
Unicredit Az. Europa A	-21,7	-35,7	-21,2
Fondi az. Internazionali			
Nextra Az. Internazionale	-29,0	-39,5	-27,0
San Paolo International	-28,2	-45,6	-26,9
Unicredit Az. Globale A	-27,0	-38,8	-26,9
Fondi az. Italia			
Nextra Az. Italia Dinam.	-19,9	-29,0	21,7
San Paolo Az. Italia	-24,3	-39,1	30,8
Unicredit Az. Italia A	-19,0	-31,3	0,4
Fondi az. Pacifico			
Nextra Az. Pacifico	-19,8	-35,5	-22,9
San Paolo Pacific	-19,2	-40,4	-27,8
Unicredit Az. Giappone A	-21,5	-43,4	-36,5
Fondi az. mercati emergenti			
Nextra Az. Paesi Emerg.	-9,2	-29,8	-15,1
San Paolo Economie Emerg.	-11,1	-33,9	-18,0
Unicredit Az. Mercati Emerg.	-14,7	-30,5	-12,1

Altre analisi confermano questo fenomeno di convergenza delle strategie d'investimento tra fondi comuni d'investimento di case diverse. Una indagine condotta da AnimaSgr sui rendimenti dei fondi comuni italiani negli anni 2000-2002 ha rivelato un'insistente gravitazione dei rendimenti dei fondi attorno all'indice Fideuram di categoria. Infatti (figura 2), l'80% dei fondi si è collocato in un range compreso tra +2% e -2% annuo rispetto all'indice Fideuram di categoria. Per quanto gli indici Fideuram di categoria dei fondi non abbiano la qualità di "oggettività" necessaria per assurgere al ruolo di *benchmark* e presentino il grave difetto di essere indici auto-referenziali (in quanto ottenuti come medie delle performance degli stessi fondi), sono in ogni caso utili per evidenziare il fenomeno della *gravitazione* dei fondi attorno ad un comune baricentro di performance, ovverosia dell'elevata correlazione tra le loro politiche d'investimento all'interno delle specifiche categorie di appartenenza.

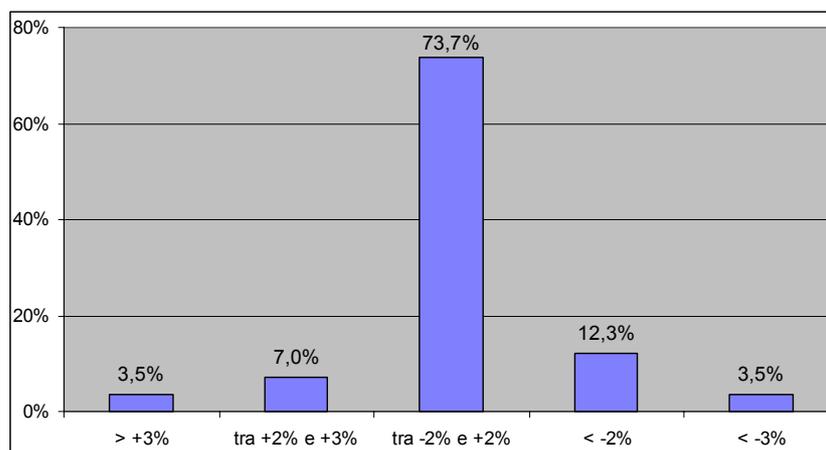
Fig. 2 – Distribuzione dei fondi italiani per scostamento rispetto all'indice Fideuram di categoria, su base annua (anni 2000 – 2002)



Fonte: Anima Sgr

A conferma di questa problematica, l'analisi condotta da Anima Sgr sui fondi internazionali italiani ha anche evidenziato che quasi il 74% di tali fondi ha registrato, durante lo stesso arco temporale 2000-2002, uno scostamento medio annuo (rispetto all'indice Morgan Stanley World) contenuto all'interno dello stretto range +/-2% (figura 3).

Fig. 3 – Distribuzione dei fondi internazionali italiani per scostamento rispetto all'indice MSCI World, su base annua (anni 2000 – 2002)



Fonte: Anima Sgr

Sul tema delle performance dei fondi italiani, infine, è utile menzionare la ricerca condotta da Ricerche & Studi di Mediobanca su fondi e sicav italiani che rivela una tendenza dell'aggregato dei fondi italiani a performare peggio dei rispettivi *benchmark* (figura 4).

Fig. 4 – Differenziale % medio di rendimento dei fondi italiani rispetto ai loro *benchmark*

	2000	2001
Totale fondi	-2,6%	-2,1%
di cui:		
Azionari	-4,0%	-3,0%
Bilanciati	-2,7%	-3,0%
Obbligazionari	-1,6%	-1,4%
Di liquidità euro	-0,4%	-0,6%

Fonte: R&S Mediobanca

Queste statistiche si prestano ad una valutazione ambivalente. Da una parte, il processo d'indicizzazione strisciante (o forse galoppante?) dei fondi comuni di investimento appare evidente e deprecabile giacché ridu-

ce, e quasi annulla, la diversità bio-finanziaria del sistema nazionale del risparmio gestito e, conseguentemente, la concreta libertà di scelta dei risparmiatori italiani tra prodotti finanziari effettivamente differenziati⁷. Dall'altra parte, un processo d'indicizzazione perfetta appare, paradossalmente, perfino desiderabile (a livello aggregato di "sistema fondi") giacché l'attuale indicizzazione imperfetta dei fondi italiani distrugge ricchezza per i risparmiatori rispetto ad un processo di indicizzazione perfetta, com'è palesato nella tabella della *figura 4*.

3. Oligopolio ed offerta indifferenziata di servizi

Se, da un lato, il fenomeno della convergenza delle performance trova linfa nell'organizzazione delle società di gestione e nei meccanismi operativi in esse attivati che, anche psicologicamente, inibiscono l'adozione di politiche d'investimento "devianti", d'altro lato è agevole verificare come l'industria nazionale del risparmio gestito presenti una struttura oligopolistica dell'offerta perfettamente coerente con tale dinamica competitiva⁸. Il settore nazionale dei fondi comuni d'investimento alla fine di luglio 2002 presentava una massa gestita di circa 476 miliardi di euro. I primi tre operatori del mercato (Banca Intesa-BCI, San Paolo-IMI ed Unicredit) da soli rappresentavano oltre il 50% di quest'importo. I primi dieci operatori controllavano quasi l'80% del mercato dei fondi comuni d'investimento, i primi quindici l'89%.

Va sottolineato che la peculiarità dei servizi di gestione offerti fa sì che non sia il prezzo-costi dei servizi di gestione (esprimibile come somma delle commissioni di gestione/amministrazione, negoziazione ed eventualmente performance) la vera variabile competitiva del settore e, come tale, quella sulla quale le imprese oligopolistiche possono preferire *non* farsi concorrenza; e questo fenomeno si verifica perché (a) agli occhi dei risparmiatori il costo del servizio di gestione è inglobabile nella perfor-

⁷ Per dare il senso della serietà del problema si rifletta su questo aspetto: l'80% dei fondi comuni italiani potrebbe essere gestito da un'unica Sgr, tali fondi potrebbero essere differenziati formalmente solo con marchi di istituzioni finanziarie diverse e non farebbe una soverchia differenza rispetto alla situazione attuale: si tratta di un quadro inquietante per i risparmiatori ma anche per gli stessi gestori.

⁸ La forma oligopolistica di mercato è tipicamente caratterizzata da (a) pochi produttori, (b) forti barriere all'entrata, (c) comportamenti spesso collusivi tra gli oligopolisti, (d) forte potere di mercato dei produttori sui prezzi e le caratteristiche dei prodotti/servizi offerti. L'industria del risparmio gestito in Italia presenta, variamente graduate, tutte queste caratteristiche. Come ha rilevato Robert Dorfman in *Prezzi e mercati*, Il Mulino, 1968, pag. 178, "l'oligopolista è riluttante a dar il via a qualunque variazione dei prezzi. L'oligopolio risulta perciò una forma di mercato rigida e lenta nei movimenti".

mance (storica ed attesa) già al netto del costo stesso e (b) tale costo spesso è una componente minore nella determinazione della performance finale netta dei fondi azionari e bilanciati.

Pertanto, poiché i risparmiatori tendenzialmente guardano non tanto al costo dei servizi di gestione bensì al loro rendimento (storico ed atteso) già al netto di tale costo, e poiché, come abbiamo già rilevato, la determinante principale del rendimento netto di un fondo azionario o bilanciato è la sua *asset allocation*, ne consegue che il comportamento indifferenziato degli operatori oligopolistici dell'industria del risparmio gestito si manifesta, e razionalmente, soprattutto sulla variabile *asset allocation*, prima determinante del rendimento finale netto. Come tale essa rappresenta anche la variabile "commerciale" più rischiosa nella gestione di portafoglio (ben più del livello commissionale applicato), giacché scelte errate di *asset allocation* determinerebbero immancabilmente gravi sottoperformance dei fondi rispetto ai prodotti della concorrenza, mettendo a rischio le quote di mercato definite nel tempo⁹. Se questo ragionamento non dovesse apparire convincente, si azzardi per assurdo un ragionamento contrario e ci si chieda se parrebbe realistico immaginare Intesa-BCI sfidare apertamente San Paolo-IMI (o viceversa) sull'*asset allocation*, e quindi sulle performance, dei suoi fondi. Ovverosia se qualcuno dei principali *player* del settore, ad esempio, avrebbe potuto ridurre drasticamente la posizione azionaria dei suoi fondi nel primo semestre del 2000.

Appare meno scontato, invece, che le società di gestione minori si adeguino alle regole competitive delle aziende dominanti, adottando anch'esse politiche di indicizzazione. In effetti, analizzando le graduatorie dei fondi azionari/bilanciati (non settoriali) emerge abbastanza chiaramente che le tre grandi banche che dominano il mercato del risparmio gestito non paiono rappresentate al vertice delle diverse classifiche di rendimento in misura proporzionata al numero dei fondi gestiti ed alla qualità attesa delle loro organizzazioni di gestione. Società minori riescono più spesso ad occupare la posizione di vertice nelle diverse classifiche dei fondi azionari e bilanciati non settoriali. Tuttavia, il grado di concentrazione delle masse gestite sembrerebbe giustificare presso gli operatori minori politiche di *asset allocation* di ben maggiore differenziazione rispetto a quelle concretamente perseguite, onde sottrarre quote di mercato agli operatori dominanti.

⁹ Va qui la pena di citare Paolo Sylos Labini nel suo *Oligopolio e progresso tecnico*, Einaudi, 1975, pag. 50: "Si ha oligopolio in quanto la condotta di ciascun uomo d'affari è dominata dalla preoccupazione delle reazioni dei rivali; questa preoccupazione, però, non assume la forma di lamiccate congetture, ma si traduce nel canone, molto semplice: *quiete non muovere*".

Il comportamento strategico delle aziende dominanti pare quindi confermato, oltre che (1) dalla teoria microeconomica, anche (2) dalle affermazioni “campione” del manager prima citato sulla volontà delle società di gestione di evitare lo stress gestionale derivante da politiche di *asset allocation* troppo difformi da quelle della concorrenza e (3) dalle statistiche sulle performance dei fondi. Un complesso di elementi convergenti verso il quadro qui rappresentato e che, nel capitolo 3, saranno indirettamente confermati dalle dichiarazioni di alcuni manager del settore.

È ragionevole pensare che il comportamento indifferenziato sopra descritto risulti collusivo nei fatti, come risultato di un comportamento implicito degli operatori dominanti del settore e non perché concordato a tavolino. Tuttavia, poiché esso condiziona il rendimento e la rischiosità del risparmio gestito delle famiglie, ha un impatto grande e diffuso sul benessere collettivo. Certamente la libertà di scelta dei risparmiatori italiani (tra prodotti finanziari che siano realmente differenziati nella sostanza delle politiche d’investimento) viene seriamente limitata.

Nel caso dei fondi pensione italiani il quadro gestionale appare ancora meno confortante ed il valore aggiunto offerto ai clienti finali appare ancora più modesto di quello dei fondi comuni, talvolta quasi nullo, anche a causa degli obblighi di legge che vincolano i fondi pensione al rigido rispetto di *tracking error volatility* definite contrattualmente nei confronti di *benchmark* di riferimento. Quale valore aggiunto i gestori possono rivendicare a loro stessi quando le quote dei fondi pensione, in sostanza, scendono o salgono *parallelamente e proporzionalmente* ai *benchmark* cui sono ancorate, e quando la ripartizione degli attivi tra diverse tipologie d’investimento (azioni e liquidità), ognuna con l’ineluttabile ancoraggio al suo *benchmark*, è predefinita sulla base di predefinite classi di rischio e viene mantenuta essenzialmente stabile nel tempo? Questo è il problema reale e non tanto l’inutile confronto che periodicamente i mass media ripropongono con il rendimento offerto dal TFR. È ben vero che la strutturazione in multicomparto dei fondi pensione risponde ad un’esigenza reale, ovvero a graduare il profilo di rischio delle gestioni pensionistiche in relazione all’età ed alla prossimità alla pensione degli iscritti. Tuttavia, la gestione del rischio perseguita attraverso mix fissi, sia pur diversi, di azioni e liquidità è una soluzione “scolastica” che ripropone i problemi fin qui descritti per i fondi comuni¹⁰.

¹⁰ Si veda l’intervista “Per Corbello la scelta del monocomparto è stata un boomerang” in *Milano Finanza* del 19 ottobre 2002 laddove il presidente di Assoprevidenza dichiara: “La scelta di offrire prodotti monocomparto è stato un errore. I sottoscrittori non hanno scelto la loro *asset allocation* ed hanno dovuto aderire ad un fondo bilanciato. E, così, oggi la responsabilità delle performance non brillanti è tutta a carico dei gestori”. In questa affer-

4. Un caso esemplare di indicizzazione di portafoglio

Il caso del fondo dei fondi Cinquestelle di Arca Sgr (la società di gestione di un gruppo di banche popolari italiane) è esemplare del conflitto insanabile esistente tra gestione attiva e controllo troppo stretto della volatilità di portafoglio rispetto al *benchmark* di riferimento.

In una sua pagina web (www.arcafondi.it), la società Arca, dopo aver spiegato la differenza esistente tra gestione attiva e gestione passiva di portafoglio, dichiara – evidenziando in neretto l’affermazione – di aver “adottato uno stile di gestione attiva per i suoi fondi”. Tuttavia, se si sfogliano le schede illustrative dei fondi dei diversi comparti azionari in cui Arca è attiva (Italia, Europa, America, Far East, ecc.) emergono indizi evidenti di una gestione sostanzialmente passiva e, quindi, che i fondi siano sostanzialmente legati ai rispettivi *benchmark* di riferimento. Se fosse diversamente, allora la gestione attiva rivendicata dovrebbe giudicarsi piuttosto inefficace giacché le curve delle quote dei fondi sono sempre molto coincidenti rispetto a quelle dei rispettivi *benchmark*. Inoltre, non solo i rendimenti ma anche le volatilità dei fondi sono sempre molto allineate a quelle dei rispettivi *benchmark*.

Tra i vari prodotti offerti, Arca Cinquestelle è il primo fondo dei fondi (multimanager) di diritto italiano. Cinquestelle è nato dalla collaborazione tra Arca e la società di analisi e gestione statunitense Frank Russel. Nella scheda di presentazione del prodotto, Arca rivendica alcune sue peculiarità. Secondo Arca, infatti, Cinquestelle:

- “affida alla **qualità della selezione dei titoli** la fonte primaria di **valore aggiunto**” (quest’affermazione è tipica del concetto di *stock picking* e quindi di gestione attiva);
- “affida la gestione dei portafogli a **gestori selezionati in base a risultati di eccellenza** nei rispettivi stili di gestione e specializzazioni d’investimento” (quest’affermazione fa pensare alla selezione di gestori che abbiano tipicamente battuto i rispettivi *benchmark* di riferimento);
- “offre un’esclusiva modalità di **diversificazione** grazie alla combinazione armonica di **stili di gestione diversi** sulla stessa area d’investimento”;

mazione si ritrova una posizione assai diffusa nel mondo del risparmio gestito che vorrebbe almeno condividere coi clienti la responsabilità primaria dell’*asset allocation* e, quindi, delle performance finali. Questa ricerca di condivisione di responsabilità dipende dal fatto che l’*asset allocation* viene considerata sostanzialmente stabile e non – come dovrebbe essere – dinamicamente variabile, sia pur all’interno di un tetto di massima esposizione azionaria che definisca il massimo profilo di rischio accettabile per il cliente.

- “ha come obiettivo **rendimenti superiori alla media** in relazione al rischio sostenuto”.

Il fondo dei fondi Cinquestelle è presentato come prodotto *multi-asset*, *multi-style* e *multi-manager*. *Multi-asset* in quanto investe in molteplici classi d'investimento e, più precisamente, in azioni europee a maggiore capitalizzazione, *small cap* europee, azioni statunitensi a maggiore capitalizzazione, *small cap* statunitensi, azioni giapponesi, azioni del Pacifico, azioni dei paesi emergenti e svariate tipologie di obbligazioni e titoli di stato. *Multi-style* in quanto gli stili di gestione descritti sono 9 per il comparto azionario, tra i quali quelli comunemente noti come *value*, *growth*, *blue chip*, *large cap growth*, *fundamental bottom up*, *top down*, ecc. e 7 per il comparto obbligazionario. *Multi-manager* in quanto i manager utilizzati per gestire con questi diversi stili di gestione il portafoglio multi-asset sono oltre 40. Date alcune delle premesse dichiarate (qualità della selezione dei titoli, selezione dei gestori in base a risultati di eccellenza) l'aspettativa razionale sarebbe che Cinquestelle si discostasse significativamente dal suo *benchmark* ma l'obiettivo, anch'esso dichiarato, di una ridotta volatilità lo costringe, invece, a replicare pedissequamente il *benchmark*. La figura 5 conferma questa situazione

Fig. 5 – Confronto del valore della quota del fondo Arca Cinquestelle (comparto E) con il suo *benchmark* tra novembre 2001 ed ottobre 2002



La performance del fondo nel suo comparto “E” più aggressivo (90% azioni, 10% obbligazioni) nel periodo novembre 2001-ottobre 2002 è stata -17,2% contro -17,0% del *benchmark*, la sua volatilità del -17,0% contro -20,7% del *benchmark*. Sovrapposizioni analoghe tra valore delle quote e *benchmark* si registrano anche negli altri comparti meno aggressivi anche se con maggiori scostamenti: ad esempio nel comparto “A” meno aggressivo (20% azioni, 80% obbligazioni) il rendimento di periodo è stato -4,1% contro -2,1% del *benchmark*.

Pertanto, il fondo Cinquestelle, nel suo comparto “E”, è effettivamente riuscito a realizzare una performance in linea con il *benchmark* al prezzo di una (modestamente) minore volatilità ma l’ispezione visiva del confronto fondo-*benchmark* conferma come l’elevata complessità strutturale del prodotto si sia, in concreto, risolta in un’elevata e banale indicizzazione su un *benchmark* composto.

Il risultato gestionale offerto ai clienti giustifica la complessità strutturale del prodotto, con il trascinarsi dei relativi costi? L’interrogativo è lecito ma, ovviamente, la risposta è da ricercare nelle preferenze soggettive dei sottoscrittori.

Un secondo e legittimo interrogativo, dato l’output gestionale che può constatarsi, riguarda il dichiarato “valore aggiunto” della gestione derivante dalla “selezione dei titoli”.

Infine, è legittimo interrogarsi anche su come il gestore di Cinquestelle sia riuscito a conseguire un risultato gestionale, che è espressione tipica di una gestione passiva, avendo ripartito il portafoglio su innumerevoli mercati ed avendolo affidato in gestione ad oltre 40 manager giudicati “eccellenti” che utilizzano 16 diversi stili di gestione alcuni dei quali notoriamente attivi (*value, growth, fundamental bottom up, top down*, ecc).

L’output di questo fondo *multi-manager* parrebbe, dunque, accreditare l’opinione secondo la quale i gestori, in media, *non riescano* a battere il mercato...

... salvo considerare la spiegazione alternativa più verosimile, ovvero sia che i gestori, in realtà, *non vogliano* neanche tentare di batterlo per non assumersi rischi professionali indesiderati e che, dietro la scusante della bassa volatilità di portafoglio, si celi, in realtà, il desiderio della scelta-non-scelta dell’indicizzazione che, almeno formalmente, consente di non compiere mai errori grossolani agli occhi dei sottoscrittori dei fondi.

Tutte le dichiarazioni concernenti la qualità dei gestori selezionati, il valore della selezione dei titoli, ecc. potrebbero essere ammesse alla logica ed al buon senso comune solo se si ammettesse che i gestori selezionati si fossero singolarmente discostati dai rispettivi *benchmark* di riferimento, chi in meglio e chi in peggio, e che, per un’eccezionale combinazione del

caso, i singoli scostamenti registrati si fossero compensati per convergere mirabilmente verso il *benchmark* del fondo.

Ma qual'è la probabilità di una simile ipotesi? Soprattutto se comparata alla probabilità che, in realtà, i singoli gestori selezionati, prescindendo dalla loro eccellenza individuale, si siano attenuti a politiche di sostanziale indicizzazione? Molto bassa.

Ad ogni modo, l'output gestionale di Arca Cinquestelle è tipico di una gestione passiva, anche prescindendo dalle sue cause, sia che Cinquestelle sia un fondo di fondi non indicizzati ma convergenti verso un'indicizzazione complessiva e globale, sia che esso sia un fondo di fondi singolarmente indicizzati¹¹.

5. L'arte delle commissioni di performance illogiche

Il gruppo Mediolanum è una delle principali e più profittevoli istituzioni di gestione italiane. Rappresenta un rimarchevole caso di successo commerciale conseguito attraverso l'elevata focalizzazione del gruppo sull'area del risparmio gestito. Tuttavia, la sua profittabilità è, sia pure solo in parte, attribuibile alla metodologia con la quale sono computate le commissioni di performance sui suoi fondi comuni. Infatti:

- ❖ almeno su alcune categorie di suoi fondi, Mediolanum preleva commissioni di performance calcolate su periodi mensili;

¹¹ Quando una sintesi di quest'analisi fu riportata dal settimanale *Milano Finanza* del 23 novembre 2002 (vedasi capitolo 3.2 di questo *pamphlet*), il vice direttore generale di Arca Sgr così commentò: "Non vedo quale sia il problema, il nostro obiettivo è quello di battere il benchmark, non quello di replicarlo. Poi non sempre si riesce, alcuni comparti sono andati meglio del parametro di riferimento, altri no". Mi permetto, pertanto, di evidenziare la natura del problema che il dirigente della Sgr ha dichiarato di "non vedere": nei mesi successivi, almeno fino a tutto gennaio 2003, Arca Cinquestelle ha, ancor più pedissequamente di prima, replicato il *benchmark* al punto da rendere ancor più inverosimile la spiegazione addotta per la correlazione tra fondo e *benchmark*. Tuttavia, il vero e grave problema non risiede prioritariamente nell'indicizzazione del prodotto ma nel volerlo spacciare come un prodotto a gestione attiva. Se, poi, si allunga lo sguardo su *tutta* la gestione azionaria di Arca Sgr, la correlazione tra le quotazioni dei fondi ed i relativi *benchmark* appare evidente e molto elevata anche al più distratto degli osservatori. In breve, la gestione di Arca Cinquestelle sembra rappresentare la massima sublimazione di una filosofia d'investimento che si incentra diffusamente, e con tutta evidenza, sui *benchmark* anche per gli altri fondi azionari della casa. Infatti, se si scorrono le performance dei fondi azionari gestiti da Arca nei 12 mesi precedenti al 31 gennaio 2003 si nota per ciascuno di essi, e senza eccezione alcuna, una quasi perfetta sovrapposizione tra quote dei fondi e *benchmark*.

- ❖ nel calcolare e prelevare tali commissioni di performance mensili, la società di gestione non tiene conto delle possibili perdite registrate dai fondi nei periodi anteriori al mese di calcolo delle commissioni stesse;
- ❖ i rendimenti minimi mensili dei fondi necessari per giustificare il prelievo delle commissioni di performance sono parametrati, anche nel caso di fondi azionari, con i rendimenti del mercato monetario.

In altri termini:

- Mediolanum preleva mensilmente commissioni di performance su alcuni suoi fondi azionari...
- ...purché il rendimento del mese di detti fondi sia superiore non ad un *benchmark* azionario bensì ad un *benchmark* monetario (il tasso interbancario Euribor a 3 mesi moltiplicato per 1,5)...
- ...anche se, nei periodi precedenti a quello del prelievo della commissione di performance, i clienti avessero subito perdite, più o meno ingenti, sul valore delle quote.

Balza subito all'occhio come questa metodologia di calcolo delle commissioni di performance possa presentare incongruenze vistose e paradossali in talune condizioni di mercato¹².

Alcuni dei fondi Mediolanum (la serie Challenge, ad esempio), sono sostanzialmente legati ad indici azionari; il sito Mediolanum dichiara, infatti, che tali “*fondi hanno come obiettivo quello di seguire l'andamento dei mercati di riferimento*”. Ora, i valori delle quote dei fondi indicizzati, nel loro salire o scendere, dipendono sostanzialmente (se non esclusivamente) dall'andamento dei mercati di riferimento, come abbiamo visto nel caso di Arca Cinquestelle, e pertanto i loro gestori non hanno merito alcuno nel conseguimento di performance positive (così come non hanno demerito alcuno nel conseguimento di performance negative). Ne consegue che non esiste motivazione razionale per premiarli con una commissione di performance quando si verifica che i mercati di riferimento offrano rendimenti superiori ai tassi di interesse monetari, per giunta su archi temporali di un solo mese.

Prescindiamo per un momento dalla distorsione indotta dall'impiego di un parametro monetario nel calcolo dell'extra-performance di un fondo azionario. La periodicità infra-annuale nel calcolo della commissione di

¹² Una trattazione articolata di queste ed altre incongruenze è contenuta nel libro di Beppe Scienza, *Il risparmio tradito*, Edizioni Libreria Cortina, Torino, 2001. Si veda in particolare il capitolo 12, intitolato “Confronti sbilenchi”.

performance (e senza la compensazione offerta dal metodo noto come *high water mark*, che consente il recupero delle perdite subite dal fondo nei periodi precedenti a quello della distribuzione della commissione) può determinare un'ulteriore importante distorsione, la quale può aver luogo anche se il parametro utilizzato nel calcolo dell'extra-performance (su cui prelevare la commissione di performance) sia un indice azionario e non monetario.

Questa distorsione può particolarmente concretizzarsi nello scenario di un mercato azionario che registri un andamento sinusoidale orizzontale, un'ipotesi che oggi è di particolare attualità.

Ipotizziamo che questo sia lo scenario razionalmente prefigurato da un gestore, cioè che egli preveda che, nei mesi a venire, il mercato tenda a non entrare in trend bensì ad oscillare all'interno di un ampio *trading range* orizzontale. Per il gestore sarebbe sufficiente impostare un portafoglio di titoli avente coefficiente β (beta)¹³ > 1 per prelevare commissioni di performance infra-annuali su un portafoglio che, alla fine dell'anno, potrebbe anche presentare un rendimento lordo pari a zero. Al netto delle commissioni di performance tale rendimento sarebbe, ovviamente, negativo grazie ad un trasferimento di ricchezza assolutamente ingiustificabile dal cliente gestito al gestore. Per quanto logicamente ingiustificabili, trasferimenti di ricchezza di questo tipo sono diffusamente praticati nell'industria italiana del risparmio gestito.

La *figura 6* offre una rappresentazione schematica di questo possibile scenario. Si è ipotizzato che l'indice generale di borsa si incrementi del 10% in un bimestre e si decrementi nella stessa misura nel bimestre successivo. Si è anche ipotizzato che il portafoglio selezionato dal gestore abbia un coefficiente β pari a 1,4, tale per cui la valorizzazione lorda del portafoglio oscilla tra 100 e 114: un incremento dell'indice generale del mercato azionario del 10% determinerebbe un incremento del valore del portafoglio del 14%.

Un portafoglio con coefficiente $\beta > 1$ tende, infatti, ad amplificare le oscillazioni del mercato. Si è anche ipotizzato che la commissione di performance sia bimestrale e preveda il pagamento al gestore del 10% dell'extra-performance generata nel bimestre dal portafoglio rispetto al suo *benchmark*. Per semplicità di calcolo non sono state considerate le commissioni di gestione.

¹³ Il coefficiente β di un titolo o di un portafoglio di titoli è un indice che segnala la reattività di quel titolo o di quel portafoglio alle variazioni dell'indice generale di mercato. Un titolo od un portafoglio con un coefficiente β pari ad 1,4 tenderà ad amplificare al rialzo ed al ribasso i movimenti del mercato del 40% in più ed in meno.

Fig. 6 – Simulazione dell’impatto di commissioni di performance infra-annuali sul valore di un portafoglio con coefficiente $\beta > 1$ sotto l’ipotesi di trading range orizzontale dell’indice azionario

	Dic.	Feb.	Apr.	Giu.	Ago.	Ott.	Dic.
Andamento dell’indice azionario	100,0	110,0	100,0	110,0	100,0	110,0	100,0
Valorizzazione lorda di un portafoglio con coefficiente $\beta = 1,4$	100,0	114,0	100,0	114,0	100,0	114,0	100,0
Extra-rendimento sul <i>benchmark</i>		4,0		4,0		4,0	
Commissione di performance 10%		0,4		0,4		0,4	
Valore del portafoglio al netto della commissione di performance	100,0	113,6	99,6	113,2	99,2	112,8	98,8

L’esempio sopra riportato mostra come, per quanto il valore lordo del portafoglio a dicembre sia il medesimo dei 12 mesi precedenti (100), il suo valore netto si sia ridotto a 98,2 (-1,8%) per il puro pagamento delle commissioni di performance infra-annuali. Costruire un portafoglio diversificato con coefficiente β pari a 1,4 probabilmente non è semplicissimo (almeno sul mercato italiano). Tuttavia, è anche vero che, se l’asticella da superare non è quella del rendimento del mercato azionario, bensì quella del mercato monetario, allora persino un portafoglio difensivo con un coefficiente $\beta < 1$ può consentire al gestore un incasso di commissioni di performance, pur in presenza di *trading range* orizzontale del mercato e performance annuali nulle.

Il problema del funzionamento perverso delle commissioni di performance applicate dalle società di gestione sui fondi comuni gestiti non è, ovviamente, esclusivo della società Mediolanum¹⁴. La rivista on line Altroconsumo (www.altroconsumo.it) segnalava, a puro titolo di esempio, che nell’anno 1997 molte società di gestione avevano incassato pingui commissioni di performance:

Circa 27 miliardi presi per essere riusciti, cosa non proprio difficile di questi tempi, a battere il rendimento dei BoT. E, tra commissioni di incentivo e di gestione, ammonta a 55 miliardi la somma prelevata da Finanza & Futuro con un fondo azionario italiano. Anche altri gestori hanno battuto cassa, attraverso commissioni di gestione ed incentivo... Peccato che ad una tale solerzia nel

¹⁴ Nell’esercizio 2002 Mediolanum ha più che raddoppiato le commissioni di performance, portandole da 19,5 mln di euro del 2001 a 41,2 mln di euro del 2002, un anno in cui i mercati azionari sono scesi ma, in singoli mesi, hanno anche ripetutamente rimbalzato per la delizia del meccanismo sopra descritto. L’incidenza delle commissioni di performance sull’utile ante imposte di Mediolanum è salita dal 14% del 2001 ad oltre il 37% del 2002.

pagare le proprie prestazioni non sia effettivamente corrisposto un grosso guadagno per gli investitori. Come nel caso di Azimut Trend Italia, i cui 10 miliardi di commissione, circa il 4,5% del patrimonio del fondo, sono stati prelevati... per essere stato il peggior fondo italiano del '97, con un rendimento del 37,4%, a fronte di una crescita di Piazza Affari di circa il 60%!

Nel caso di Azimut Trend Italia, Altroconsumo aveva calcolato che nel 1997 alla commissione di gestione dell'1,8% se ne era affiancata una di performance del 2,76%, determinando commissioni complessive del 4,56% applicate al patrimonio del fondo, pur avendo questo performato in maniera relativamente poco soddisfacente all'interno del suo comparto.

6. L'equivoco tra patologie finanziarie e fisiologia finanziaria

Le ristrutturazioni in corso nel mondo finanziario sono una manifestazione delle difficoltà che investono l'industria dell'intermediazione finanziaria e del risparmio gestito. Il settore si è dimensionato a livello mondiale su scenari di crescita e di profittabilità delle masse gestite ed intermedie che si stanno rivelando ottimistiche. La stessa euforia finanziaria degli anni '90 ha consentito a molte istituzioni di cullarsi in rendite di posizione senza affrontare seriamente il tema della qualità reale del servizio di gestione del risparmio.

Tuttavia, pare ancora assente la presa di coscienza della reale natura del problema strutturale che investe l'industria del risparmio gestito, quello della qualità e del valore aggiunto reali dei servizi di gestione erogati. L'attenzione dei media è tutta rivolta verso le patologie comportamentali che hanno investito la finanza internazionale (le frodi contabili, i conflitti d'interesse, gli arricchimenti scandalosi ed ingiustificati, in altri termini l'"enronite") e che hanno influenzato i mercati azionari internazionali. Queste patologie certamente troveranno soluzioni legislative in grado di arginarne il ripetersi in futuro.

Ma è nella descritta *fisiologia* di modesto o nullo valore aggiunto del sistema del risparmio gestito che si annida il problema più grave, per quanto non sia generalmente riconosciuto come tale e, pertanto, sia rimosso dalla coscienza collettiva di troppi operatori del settore. Il problema maggiore dell'industria del risparmio gestito risiede non tanto nelle patologie del sistema quanto nella sua *fisiologia* ed accettata (ma inaccettabile) normalità. Per sintetizzare quanto fin qui esposto, possono considerarsi manifestazioni esemplari di quest'inaccettabile normalità:

- le commissioni di movimentazione che, per fortuna, la Consob ha deciso di rendere impraticabili;
- l'affermazione crescente di prodotti finanziari "placebo" quali i prodotti a capitale cosiddetto garantito, laddove la garanzia sulla restituzione dei capitali è realizzata attraverso il banale meccanismo dell'accumulo degli interessi maturati sulla componente monetaria, normalmente preponderante in questi prodotti. Questi prodotti non offrono alcun vantaggio reale rispetto alla sottoscrizione *disgiunta* delle loro componenti azionaria e monetaria ma solitamente sono caricati di commissioni più elevate e vincolano i capitali alla destinazione "placebo" per più anni. Tali prodotti annullano la flessibilità operativa dei risparmiatori inconsapevoli e ne aumentano, di fatto, i rischi effettivi in quanto rendono la liquidità inutilizzabile per acquisti di azioni¹⁵;
- il ricorrere da parte dell'industria del risparmio gestito a periodi infra-annuali (trimestrali o persino mensili) per il calcolo delle commissioni di performance quando ciò avviene senza utilizzare il principio dell'*high water mark*. Può, quindi, accadere (ed accade) che un fondo, il quale abbia registrato forti perdite, possa pagare comunque alla sua società di gestione una commissione di performance in seguito al mero rimbalzo borsistico di un singolo mese o trimestre. Incidentalmente si noti la contraddizione per cui i fondi comuni sono sempre "venduti" ai sottoscrittori con orizzonti temporali di lustri (5-10 anni) ma sempre più spesso applicano commissioni di performance infra-annuali (anche quando le performance di lungo termine sono negative). Infatti, riducendo ad uno od a pochi mesi il periodo su cui calcolare le commissioni di performance le società di gestione hanno elegantemente eluso, almeno in parte ed almeno nello spirito, il divieto sancito nel 2000 dalla Banca d'Italia di esigere dai loro clienti commissioni di performance nel caso di risultati di gestione negativi, anche se migliori dei *benchmark*;
- il perseguimento *non esplicitamente dichiarato* di politiche di indicizzazione stretta di fondi comuni e gestioni patrimoniali ai relativi *benchmark*. La normativa odierna prescrive l'indicazione di *benchmark* appropriati per fondi comuni e gestioni patrimoniali ma non prescrive che sia dichiarato il perseguimento *intenzionale* della politica di indi-

¹⁵ Si è così interrogato Lionello Cadorin nell'editoriale del mensile *Tuttofondi* d'ottobre 2002: "Perché in Italia si vendono prodotti finanziari complicati (protetti, garantiti, indicizzati e così via) in misura tanto maggiore che all'estero? Perché producono, oltre che vantaggi (non sempre certi) per i clienti, buoni ricavi per emittenti e distributori...". Ma se questa osservazione fosse corretta, non sarebbe di per se stessa indice del basso livello di concorrenza nel settore del risparmio gestito?

cizzazione o di prassi operative ad essa equivalenti (rispetto di *tracking error volatility* strette). Tale politica introduce un elemento di rischio (la dipendenza sostanziale delle performance dall'andamento dei *benchmark*) del quale la maggior parte dei risparmiatori non evoluti è, nei fatti, inconsapevole poiché l'aspettativa diffusa presso i risparmiatori non evoluti è che i gestori dei fondi, poiché professionisti, operino pro-attivamente sui mercati finanziari. Se – come credo di aver ampiamente evidenziato – il problema centrale dell'industria italiana del risparmio gestito è la sua diffusa convergenza verso modelli gestionali indifferenziati di indicizzazione (più o meno stretta), allora poco sollievo offre ai risparmiatori italiani sapere – come è emerso da un recente convegno di Assogestioni – che l'85% delle Sgr italiane si è già dotato di sistemi di *risk management*: tali sistemi, infatti, nella sostanza presidiano lo scostamento tra l'andamento dei *benchmark* e quello dei portafogli dei fondi (la *tracking error volatility*) e si limitano a garantire che la diversificazione di portafoglio sia adeguata per evitare che tale scostamento possa diventare eccessivo;

□ ecc..

Queste consuetudini, che fanno parte di quest'inaccettabile normalità, sono risposte di corto respiro che l'industria del risparmio gestito oggi sta diffusamente opponendo alle difficoltà congiunturali nelle quali si dibatte. Tali risposte, poiché in realtà affidano la prosperità di aziende del settore allo sfruttamento delle asimmetrie informative nei confronti della clientela (in sostanza, all'ignoranza dei clienti, ad esempio nel caso di prodotti a capitale garantito, di obbligazioni strutturate, di obbligazioni senza rating, ecc.) e/o alla "aggressione commissionale" sul loro patrimonio, alla fine, nonostante l'apparente successo nel tamponare l'emergenza commerciale, sono destinate a ridurre la credibilità delle aziende del settore ed ad aumentare la sfiducia nei loro confronti.

Il superamento di quest'inaccettabile normalità richiede, pertanto, di mettere in discussione consuetudini e procedure consolidate nel tempo e di prefigurare nuove modalità per erogare i servizi di gestione e, parallelamente, educare i risparmiatori.

Questo processo di cambiamento comporta il rinnovamento di assetti organizzativi e di meccanismi operativi all'interno delle aziende del settore ed un rimescolamento dei poteri di gestione. Per questa ragione è più arduo modificare una mentalità consolidata che estirpare qualche specifico bubbone finanziario, comodo alibi cui attribuire l'origine di ogni male.

3. Gestione di portafoglio ed efficacia organizzativa

1. Alcune riflessioni sul declino del modello della “banca universale”

Nel 2002 due grandi istituzioni bancarie europee, Deutsche Bank ed UBS-Warburg (prime due banche europee per attività di bilancio 2001), hanno annunciato la progressiva liquidazione dei loro portafogli di *private equity* (rispettivamente di circa 3,0 e 5,5 miliardi di euro) e l'uscita graduale dal settore del capitale di rischio. Analoga decisione è stata assunta alla fine del 2002 anche da GE Capital, il potente braccio finanziario di General Electric, che ha annunciato la vendita progressiva del suo portafoglio di 3 miliardi di dollari di *private equity* e l'abbandono di quest'area d'affari.

Nel caso di UBS-Warburg è noto che il portafoglio di investimenti diretti in *private equity* sia stato fonte di gravi e continue perdite in conto capitale (oltre €950 mln solo nei primi nove mesi del 2002). La banca ha indicato la volontà di continuare ad investire in fondi di *private equity* di terzi ma anche di interrompere gli investimenti diretti.

Notizie meno certe si hanno in merito alle performance dei portafogli della banca tedesca e della finanziaria statunitense. Tuttavia, il presidente della Deutsche Bank, eletto alla carica nel maggio del 2002, si è affrettato a dichiarare al *Financial Times* che...

...la banca tedesca ha la necessità di una base di utili stabile e di alta qualità, incompatibile (sic!) con la filosofia di elevato rischio e rendimento del *private equity*.

Anche nel caso della banca tedesca, le indiscrezioni hanno confermato il desiderio di questa di cedere gli investimenti diretti ma non quelli in fondi gestiti da terzi.

GE Capital, infine, nel recente passato aveva perso svariati manager della sua divisione di *private equity* dopo che aveva respinto le loro richieste di una partecipazione agli utili secondo standard internazionali ormai consolidati in quest'area della finanza. Queste perdite umane possono aver influito sulla sua decisione strategica di uscire completamente dall'area d'affari.

Questi tre annunci, proprio perché provengono da istituzioni finanziarie particolarmente grandi, diversificate e patrimonialmente solide pongono un lecito interrogativo sulla validità del modello della banca (o comunque, della conglomerata finanziaria) “universale” che pare paradossalmente ripudiato proprio da tre note tra le maggiori istituzioni finanziarie inter-

nazionali. Il servizio di analisi *AlternativeAssets* ha così commentato in termini più generali questa diffusa situazione in una nota del 15 agosto 2002:

Captive funds have been among the worst hit of private equity firms, most of which have experienced difficulties over the last year. JP Morgan Chase, Merrill Lynch, Deutsche Bank and other investment banks are estimated to have lost close on E7bn in 2001 alone.

Se proprio le istituzioni finanziarie che sono dotate delle basi patrimoniali adeguate per perseguire una diversificazione nel *private equity* decidono di uscirne, quali insegnamenti trarne? Le decisioni di questi tre colossi finanziari sono state condizionate solo da esigenze contingenti di far cassa od è subentrata nei loro alti dirigenti qualche altra doverosa riflessione di natura strategica ed organizzativa?

Le disastrose performance di UBS Capital e quelle probabilmente poco brillanti di Deutsche Bank e GE Capital nel *private equity* gestito con investimenti diretti a mio avviso stanno a dimostrare come le grandi organizzazioni bancarie e finanziarie siano le meno adatte a definire il *timing* d'ingresso ottimale in business ciclici come il *private equity*, con la conseguenza di assistere ad improvvisi stanziamenti d'ingenti risorse nei periodi di frenesia speculativa e di repentini ripensamenti di missioni strategiche (che in origine apparivano ispirate da convinzioni granitiche) nei periodi di difficoltà.

Ma, soprattutto, tali istituzioni, cresciute nella cultura della standardizzazione decisionale, si rivelano inadeguate a gestire direttamente business caratterizzati da *processi decisionali poco o nulla standardizzabili* in contesti ambientali mutevoli ed in relazione a situazioni d'investimento complesse e variabili. Al di là delle contingenze di cassa, i top manager responsabili delle strategie di questi gruppi hanno probabilmente svolto alcune riflessioni sull'inadeguatezza delle loro strutture organizzative e dei loro meccanismi decisionali nell'affrontare problematiche di business così destrutturate e non standardizzabili come sono quelle tipiche del *private equity*.

La problematica non è nuova. Alcune indagini condotte sui rendimenti dei portafogli di *private equity* di istituzioni finanziarie statunitensi e britanniche in passato avevano mostrato come – con un paio di sole rimarchevoli eccezioni – i fondi di *private equity* di emanazione bancaria presentassero rendimenti spiccatamente inferiori a quelli dei fondi gestiti da *partnership* private.

Esistono altri business finanziari che presentano la caratteristica intrinseca di essere relativamente poco o nulla standardizzabili.

La stessa attività di base dell'erogazione creditizia oggi giorno viene ricondotta a criteri decisionali altamente standardizzati da parte delle direzioni centrali delle grandi banche commerciali sulla base di meccanicistici indici sintetici di valutazione delle singole aziende affidate. Tali criteri decisionali standardizzati, tuttavia, ovviamente negano le diversità qualitative delle specifiche situazioni locali. Probabilmente per le grandi banche commerciali non esiste una soluzione organizzativa alternativa a quella della standardizzazione dei criteri d'affidamento nell'erogazione del credito e, laddove si evidenziano gravi situazioni di perdite o di incagli/sofferenze presso grandi clienti (Enron, Fiat, Cirio, Lazio, Garfin, solo per citare alcuni casi recenti tra i più clamorosi), esse sono probabilmente il frutto dell'abbandono di tale disciplina in favore dell'adozione di valutazioni discrezionali improntate ad altri criteri più "politici" che non propriamente economici.

2. Analogie tra *private equity* e gestione di portafoglio

La gestione di portafoglio è un'altra attività finanziaria nella quale, non essendo praticabile la *standardizzazione delle decisioni*, tipica del contesto creditizio bancario, essa viene surrogata dalla *standardizzazione dei risultati* attraverso l'osservanza di *tracking error volatility* piuttosto contenute o, peggio, dalla scelta-non-scelta dell'indicizzazione di portafoglio, in altri termini, attraverso il perseguimento di obiettivi piuttosto formali e, tutto sommato, facilmente conseguibili sotto ogni scenario di mercato. Questo processo non è nuovo negli studi che si occupano di controllo dell'organizzazione e può da vita ad un fenomeno definito "isomorfismo istituzionale mimetico", ovvero la tendenza a conformarsi ad altre organizzazioni come reazione all'incertezza ambientale attraverso processi di *benchmarking*, ecc., onde ricercare legittimazione al proprio operato all'interno del proprio ambiente istituzionale.

La gestione di portafoglio si è andata confrontando negli ultimi anni con una crescente turbolenza ed incertezza dei mercati finanziari. Il "riflesso condizionato" delle società italiane di gestione del risparmio al crescente stress gestionale si è palesato, di là dalle dichiarazioni di propaganda e di marketing di tono opposto, in un accresciuto formalismo gestionale. Alla crescente complessità della realtà dei mercati finanziari si è opposta una crescente standardizzazione nell'approccio gestionale (che equivale, in un certo senso, a far proprio il motto "*Se c'è contrasto tra la teoria e la realtà, tanto peggio per la realtà*").

Il settimanale *Milano Finanza* del 23 novembre 2002, in un ampio servizio ispirato al mio libro *Investire controcorrente* emblematicamente intitolato “Sono diventati replicanti? La gestione attiva, se c’è, non si vede”, ha portato un’ulteriore evidenza statistica alla tesi da me sostenuta dell’indicizzazione crescente presso le società di gestione del risparmio. Inoltre, le dichiarazioni rilasciate al settimanale da alcuni manager intervistati hanno confermato l’evidenza delle statistiche sulla convergenza delle performance tra società diverse:

Il mercato nel suo complesso ha avuto un’evoluzione in cui il *benchmark* è divenuto uno strumento più importante... (Fideuram);

Molto dipende dalla dimensione dei fondi, i prodotti con grandi patrimoni debbono essere gestiti rispettando dei vincoli di controllo del rischio. Questo non vuol dire replicare l’indice anche se si cerca di avere un *tracking error* contenuto rispetto al *benchmark* (Nextra-Intesa)¹⁶;

L’obbligo stabilito dalla Consob di mettere nel prospetto il *benchmark* probabilmente ha fatto sì che ...i gestori abbiano fatto un passo nella stessa direzione (Arca);

¹⁶ La distinzione tra indicizzazione in senso stretto e rispetto di un *tracking error* è formalmente corretta. Tuttavia, come ho sostenuto nel capitolo 1 di *Investire controcorrente*, specie quando il *tracking error* accettato è molto basso (meno del 3-4%), il risultato gestionale diventa sostanzialmente equivalente (o quasi) a quello ottenibile con un processo di indicizzazione, anche se con meno titoli di quelli dell’indice replicato. In particolare, ho evidenziato come la formulazione normalmente utilizzata per la *tracking error volatility* (TEV) conduca a conseguenze paradossali sotto il profilo gestionale e che, ciononostante, tale formulazione ancor oggi non sia messa in discussione nei suoi fondamenti logici e matematici né dal mondo operativo, né da quello accademico. La TEV è normalmente definita come scarto quadratico medio delle differenze tra i rendimenti del portafoglio ed i rendimenti del *benchmark* e tale indice tiene conto ovviamente anche delle differenze positive, cosicché, paradossalmente, un eccesso di extra-rendimenti positivi rispetto al *benchmark* da parte di un gestore bravo può far crescere la TEV a livelli superiori a quelli prefissati. Questo è un problema grave, particolarmente nei fondi pensione le cui convenzioni definiscono contrattualmente le TEV da rispettare. Per rispettare una determinata TEV il gestore può essere costretto a non battere il *benchmark* in maniera eccessiva anche se ne fosse capace. Pertanto, il rischio reale è che il rispetto di una determinata TEV da parte di un gestore si trasformi da vincolo ad obiettivo principale, sebbene non esplicitamente dichiarato al cliente, della gestione di portafoglio. Il rispetto della TEV, pietra miliare dell’industria del risparmio gestito, può dunque rivelarsi un boomerang per i risultati di gestione dei fondi. Un correttivo parziale a questo problema può individuarsi nell’impiego di una formula asimmetrica di TEV che attribuisca valore zero agli scostamenti positivi tra i rendimenti dei portafogli e quelli dei *benchmark*. Su questo punto si veda il capitolo 1 di *Investire controcorrente*.

Siamo in una fase di passaggio per cui può esserci stato un avvicinamento al *benchmark* (Pioneer-Unicredito);

L'analisi dei flussi di raccolta e dei disinvestimenti dei singoli fondi mostra che sono gli stessi investitori a non accettare politiche d'investimento che portino a forti scostamenti dai *benchmark*. Anche nel caso dei fondi flessibili, se il fondo subisce perdite superiori al mercato a breve, piovono i riscatti (San Paolo-Imi);

Il momento è difficile per cui è normale che vi sia una riduzione dei rischi presi (SanPaolo-Imi).

Continuo a credere che l'indicizzazione di portafoglio non riduca affatto i rischi per i sottoscrittori dei fondi, bensì li incrementi, in quanto li lascia in pura balia dei *benchmark* e che l'unica riduzione di rischio riguardi, eventualmente, il rischio professionale dei gestori che, evitando di decidere, sono anche messi nell'impossibilità di commettere errori.

Negli ultimi mesi del 2002 sono stato testimone di una vasta aneddotica che dimostra, al di là di ogni ragionevole dubbio, come il processo di indicizzazione presso le Sgr italiane si stia diffondendo.

Tuttavia, le statistiche ed i documenti ufficiali disponibili sono più che sufficienti per delineare la situazione denunciata.

Ad esempio, un'intervista particolarmente emblematica degli orientamenti dominanti nell'industria del risparmio gestito è stata rilasciata dal responsabile della gestione dei fondi di una delle tre maggiori Sgr bancarie del Paese al settimanale *Borsa & finanza* del 19 ottobre 2002. Dopo aver preso atto che la crisi dei mercati finanziari provocherà delle trasformazioni nell'industria del risparmio gestito, il manager ha osservato:

Da un parte (ci saranno) i grandi gruppi che lavorano bene in termini di economie di scala e di scopo, dall'altra gli operatori di nicchia... Chi vorrà fare l'operatore generalista senza avere la necessaria massa critica è destinato ad uscire dal mercato, *a prescindere dai risultati in termini di performance* [il corsivo è nostro].

Non è detto esplicitamente ma l'obiettivo principale delle maggiori società di gestione pare individuato nell'efficienza nell'erogazione dei servizi di gestione. Sempre secondo l'intervista, infatti, questa previsione "si basa su una peculiarità tutta italiana: *la bassa elasticità della domanda rispetto alla qualità dei prodotti e dei servizi* [il corsivo è nostro]; raramente l'italiano medio – continua l'analisi – abbandona la banca di famiglia per scegliere un operatore più qualificato". Su questo punto il manager conclude lapidariamente:

Anzi, sembra quasi che ci sia un *trade off* tra la raccolta del risparmio e le performance.

In sintesi, il *trade off* osservato dal manager della Sgr bancaria sembra suggerire che paradossalmente raccoglie più capitali in gestione addirittura chi offre performance più scadenti¹⁷ e che, pertanto, almeno per quanto riguarda i grandi gruppi di gestione del risparmio, il loro successo commerciale pare sostanzialmente indifferente alle loro performance, ovviamente entro certi limiti. Ma se la performance conseguita “è” (o viene semplicemente “giudicata”) una variabile secondaria ai fini del successo commerciale di una società di gestione (a causa della pigrizia dei risparmiatori che ne frenerebbe la mobilità tra diversi operatori), ecco che ha piena coerenza la speciale attenzione prestata dal manager all’efficienza dei processi gestionali (il costo dell’organizzazione) anziché alla loro efficacia (le performance che ne derivano). A quel punto, i limiti invalicabili di accettabilità delle cattive performance sono rappresentati dai *benchmark* ed il rispetto di basse *tracking error volatility* offre una soluzione pragmatica al conseguimento di questo obiettivo minimale.

Leggendo in maniera critica le dichiarazioni rilasciate alla stampa dai manager del risparmio gestito è, quindi, possibile comprendere la *ratio* economica del crescente processo d’indicizzazione dei fondi comuni di investimento. L’analisi del manager della Sgr bancaria esprime meglio d’ogni astratta considerazione teorica la razionalità economica di una società oligopolista con una posizione dominante sul mercato, persuasa che la sua quota di mercato e la sua redditività non dipendano sostanzialmente dalle performance ma dall’efficienza organizzativa e gestionale intesa in senso tayloristico, giacché – secondo il ragionamento – il semplice miglioramento delle performance dei fondi rispetto a quelle della concorrenza non modificherebbe in maniera significativa le quote di mercato tra le maggiori società di gestione del risparmio mentre (ma questa è la mia personale conclusione) determinerebbe rischi commerciali difficilmente quantificabili.

¹⁷ Credo che si debba proporre un’interpretazione razionale per questo possibile paradosso: è possibile che le Sgr con le strutture di vendita più aggressive o con una migliore psicologia di vendita si focalizzino meno sulle performance dei prodotti finanziari collocati.

3. L'influenza del contesto organizzativo sull'assunzione di rischio ed i risultati gestionali

Una tesi che ho sostenuto sin dal primo capitolo di *Investire contro-corrente* è che, nel contesto descritto, esistono soggetti che sono più vittime che responsabili della situazione di bassa concorrenza tra operatori del settore.

I risparmiatori sono, ovviamente, le prime vittime dell'oligopolio del risparmio gestito giacché le autorità legislative e di controllo sugli intermediari finanziari non si risolvono a ripensare le barriere d'ingresso normative e di capitale poste all'esercizio dell'attività di gestione del risparmio, nel nome di una difesa ormai formalistica dei risparmiatori stessi. E sottolineo "formalistica" giacché, quando alcuni fondi comuni sopportano perdite drammatiche a causa della indicizzazione passiva (ovverosia della non-gestione), più solo di difesa "formalistica" del risparmio si può infine parlare. La "sostanza" di questa difesa, infatti, è compromessa. Il sistema delle norme e dei controlli alla fine garantisce solo che qualche lestofante non scappi troppo frequentemente con i soldi dei risparmiatori. Non è un risultato disprezzabile ma non può neanche rappresentare l'alibi per bloccare l'aumento di una sana concorrenza tra operatori del risparmio gestito e lasciarlo ingessato agli attuali livelli di concentrazione delle quote di mercato. Poiché il sistema dell'oligopolio bancario, anche a causa del processo di concentrazione bancaria favorito negli anni più recenti, paralizza le dinamiche competitive nel settore del risparmio gestito e produce le conseguenze che sono state descritte, l'unica possibilità virtuosa è di spezzarlo, consentendo l'esercizio della gestione del risparmio a nuovi soggetti professionalmente preparati ma che non hanno le disponibilità finanziarie per creare Sgr di gestione in base ai requisiti correnti¹⁸.

¹⁸ Un esempio discutibile di come il legislatore e le autorità di vigilanza disciplinino l'accesso alla gestione del risparmio e degli investimenti è offerto dalla normativa sulle Sgr dei fondi chiusi. Tale normativa prevede che le società di gestione di fondi chiusi siano capitalizzate con un minimo di un milione di euro di capitale, soglia che esclude, di fatto, la maggior parte dei privati dall'esercizio di un'attività che, essendo di puro servizio e legato al know how professionale degli individui, non dovrebbe invece prevedere soglie tanto elevate. La Banca d'Italia, tuttavia, con un provvedimento datato 19 luglio 2001, ha previsto la costituzione di Sgr a capitale ridotto (centomila anziché un milione di euro). Quest'eccezione alla regola è ammessa qualora almeno il 51% delle società di gestione sia posseduta da enti di ricerca e lo scopo societario sia la gestione di fondi chiusi high tech.

La Banca d'Italia ha certamente preso questo provvedimento in buona fede con l'intento di facilitare l'afflusso di capitali di rischio sugli investimenti high tech e nel presupposto implicito che la presenza maggioritaria di un ente di ricerca in una Sgr sia di per se stessa garanzia di professionalità e di tutela dei capitali investiti al punto da dover agevolare la costi-

Gli stessi gestori dei fondi comuni sono, in parte e contro un'opinione comune diversa, vittime delle organizzazioni nella quali operano e delle cui filosofie passive di gestione spesso sono solo degli esecutori.

Ho accennato in precedenza a come le *partnership* private esprimono la massima eccellenza nel *private equity* anglosassone. In quelle organizzazioni i partner, *senior manager* di grande esperienza professionale, sono chiamati a prendere decisioni d'investimento complesse in contesti ambientali spesso caratterizzati da forte discontinuità negli scenari di mercato. Ci si aspetta che, pur prendendo decisioni d'investimento rilevanti nella sostanza e non solo nella forma, essi minimizzino gli errori gestionali. Una prova della loro buona fede è offerta dal fatto che ad essi normalmente si richiede di investire una parte rilevante della loro ricchezza personale nei fondi che gestiscono per conto dei clienti terzi. Ciò li promuove, nei fatti, da dipendenti ad imprenditori. Gli stessi hedge fund anglosassoni di maggior successo non sono di emanazione bancaria ma sono *partnership* private. Quando qualche team bancario occasionalmente emerge come eccellente, tende immancabilmente ad affrancarsi dalla struttura bancaria di origine. Agli inizi della sua carriera George Soros ha trovato il sostegno di alcune istituzioni bancarie illuminate ma non è mai stato dipendente (in senso gerarchico) di queste. Il tipo di decisioni delle quali doveva essere pienamente responsabile per conseguire i risultati che i suoi clienti si aspettavano da lui comportavano necessariamente un certo tasso di errore e visioni dei mercati non conformiste che sono incompatibili con un approccio gestionale di tipo tradizionale quale quello tipico delle strutture bancarie.

In effetti, così come il mondo degli hedge fund di maggiore successo è essenzialmente un mondo di *partnership* private, il mondo dei fondi comuni è sempre più (sia pur con qualche eccezione) un mondo di gestori a potere discrezionale fortemente limitato, quasi puri notai del rispetto di *tracking error volatility* decise ad un livello gerarchico superiore. Su queste due tipologie organizzative così diverse esistono aspettative per decisioni e risultati qualitativamente molto diversi. Esiste – e non può essere diversamente – una relazione biunivoca tra strutture organizzative, meccanismi operativi in esse attivati (incentivazione, promozione, responsabilizzazione, ecc.) e relative missioni gestionali.

tuzione di Sgr con tale azionariato rispetto a quelle gestite da soggetti privati aventi esplicito scopo di lucro. Temo, tuttavia, che il ragionamento andrebbe capovolto ed i fatti non mancheranno di capovolgerlo in breve tempo... Ciò detto, l'aspetto positivo di questa deroga è che, con essa, la Banca d'Italia ha implicitamente riconosciuto che centomila euro siano sufficienti per l'operatività di una Sgr...

4. Un'alternativa organizzativa da esplorare

Le banche italiane, che per quote di mercato sono i principali attori del risparmio gestito, sono ad un bivio strategico che ne comporta necessariamente anche uno organizzativo.

Sulla base della loro visione, le banche hanno la possibilità di continuare a gestire il business della gestione dei fondi comuni d'investimento con una filosofia di standardizzazione simile a quella già applicata all'erogazione del credito, oppure possono compiere la scelta di fare nella gestione di portafoglio quello che UBS, Deutsche Bank ed altre istituzioni finanziarie hanno annunciato di voler fare nel *private equity*, ovvero di non gestirlo più in proprio ma d'investire in fondi di terzi opportunamente selezionati e sponsorizzati con accordi strategici.

Nel primo caso, i prodotti che le Sgr bancarie offriranno ai risparmiatori verosimilmente continueranno a non discostarsi troppo dai fondi comuni indicizzati in quanto le organizzazioni oligopolistiche burocratiche (qui in un'accezione organizzativa – secondo l'originale definizione di Max Weber – e non dispregiativa dell'aggettivo) non sono funzionali all'assunzione di decisioni d'investimento flessibili, non routinarie e non taylorizzate e, soprattutto, eccessivamente divergenti da quelle della concorrenza. Tali decisioni flessibili appaiono oggi, invece, tanto più necessarie quanto più il contesto borsistico presenta accresciuta turbolenza ed incertezza e il “paradigma” del *buy and hold* ha mostrato tutti i suoi limiti.

Questa seconda alternativa non significa affatto per le banche svolgere un ruolo gestionale passivo bensì ha un doppio significato organizzativo:

- (1) implica che le banche devono porsi come entità d'aggregazione *attiva* di competenze esterne cui sono affidati mandati gestionali specifici;
- (2) significa che le banche devono concentrarsi sulla valorizzazione della loro vera ricchezza, la rete delle filiali su cui veicolare in maniera professionale prodotti finanziari a maggiore valore aggiunto.

Attualmente gran parte del valore economico dei prodotti finanziari viene già oggi attribuito alla loro distribuzione commerciale anziché alla loro gestione.

Prendendo atto di questo fatto, almeno una delle maggiori istituzioni bancarie italiane (la Banca Popolare di Lodi) ha compiuto la scelta strategica d'esternalizzare la gestione dei suoi fondi comuni d'investimento. A pag. 144 di *Investire controcorrente* si è spiegato come questa scelta sia logica anche da parte d'istituzioni i cui manager abbraccino l'ipotesi dell'efficienza informativa forte dei mercati finanziari. Sotto quest'ipotesi

risulta impossibile conseguire risultati di gestione superiori ai *benchmark* e, quindi, la gestione in proprio di portafoglio non riveste alcuna valenza strategica per una banca od ogni altra istituzione finanziaria che collochi prodotti di risparmio gestito al pubblico: i singoli gestori diventano un fattore produttivo ampiamente sostituibile.

Anche sotto il diverso obiettivo di perseguire una gestione flessibile efficace, la scelta dell'esternalizzazione della gestione di portafoglio è intesa anche a restituire maggiore flessibilità alle banche nella selezione dei loro gestori. Ma è una scelta che evidentemente travalica i poteri decisionali e la stessa volontà dei gestori per coinvolgere gli amministratori delle Sgr, e delle banche cui fanno capo, che hanno la vera responsabilità di tale opzione strategica.

Mi confidava un alto dirigente di un'istituzione finanziaria italiana i cui fondi comuni – a suo dire – negli ultimi anni avevano pesantemente sottoperformato i *benchmark* (con gravi conseguenze sulla massa amministrata) che, alla proposta di distribuire anche fondi gestiti da terzi, i gestori di quest'istituzione si sono chiusi in un'opposizione psicologicamente comprensibile ma anche aprioristica e non allineata con gli interessi più generali. Nei processi di cambiamento gli attori in causa tengono conto dei costi del cambiamento e della probabilità, una volta avviati tali processi, di essere in prospettiva confermati nella selezione.

L'alternativa strategica della deverticalizzazione è ampiamente praticata in molte e diverse attività manifatturiere (dall'auto all'elettronica) dove lo scorporo di parte dei processi non solo produttivi ma anche di progettazione è uno dei modi con cui le aziende rispondono ai cambiamenti più veloci dei mercati. Nel mondo bancario-finanziario, invece, prevale nettamente ancora la concentrazione di funzioni che potrebbero essere esternalizzate in maniera ottimale.



4. Rischi ed opportunità nella gestione “sistemati- ca” degli investimenti finanziari

1. Premessa

Un’indagine che condussi nell’agosto del 2002 sui fondi gestiti o commercializzati dalla banca elvetica Julius Baer segnalava come tutti i fondi azionari e bilanciati di quella prestigiosa banca di gestione registrasero, nonostante la sua fama, perdite più o meno pesanti rispetto agli anni precedenti. A dire il vero, alcuni fondi avevano onorevolmente performato meglio dei rispettivi *benchmark* ma tutti, condizionati dall’andamento sfavorevole dei mercati finanziari, registravano performance negative, talvolta pesantemente negative (con perdite fino a 2/3 del capitale). Tutti con un’unica eccezione.

L’eccezione era costituita da Technical Top Trader, una sicav lussemburghese il cui collocamento era consentito solo in Austria (*figura 1*).

Fig. 1 – Performance del fondo Technical Top Trader da settembre 1998 ad agosto 2002



La società di gestione del fondo ha sviluppato una serie di modelli matematici per il trading sistematico di breve e brevissimo termine (intraday) su un paniere diversificato di *futures*.

Tornando sul sito della banca Julius Baer nel dicembre dello stesso anno scoprii che, dopo la diffusione della mia analisi, curiosamente tale fondo era scomparso dal portafoglio prodotti della banca o, per lo meno, dal suo sito Internet. Tuttavia, poiché la società di gestione del fondo continuava comunque ad essere operativa ed aveva un suo sito Internet, potei effettuare un ulteriore confronto tra i fondi azionari “tradizionali” della

banca Julius Baer e Technical Top Trader alla data di fine novembre. Ancora una volta Technical Top Trader risultava essere l'unico fondo non obbligazionario o monetario con un rendimento positivo negli ultimi 12 mesi. In particolare il suo *track record* risultava essere stato il seguente (figura 2):

Fig. 2 – Performance del fondo Technical Top Trader da settembre 1998 a novembre 2002

Periodo	Performance
Settembre 1998 – dicembre 1998	+ 16,3%
1999	+ 17,0%
2000	+ 5,4%
2001	+ 5,3%
Gennaio 2002 – novembre 2002	+ 15,6%

Il fondo aveva registrato performance positive non solo fino a novembre dell'anno 2002 ma anche nei due anni precedenti che erano stati caratterizzati da performance negative per i fondi comuni azionari di tutto il mondo. Il massimo *drawdown* del fondo (ovverosia la massima perdita mai sofferta nel valore della quota da un picco di valore precedentemente conseguito) era stato contenuto nel -5,6%, Tanto per offrire un termine di paragone, nello stesso periodo l'indice S&P500 aveva registrato un crollo del -46,3% e così molti fondi azionari legati al mercato statunitense. Non molto diversamente gli indici delle borse europee.

Pertanto, la conclusione d'obbligo era che – eccezion fatta per questo rimarchevole caso – anche i fondi di una casa blasonata come Julius Baer avevano sofferto integralmente (o quasi) le correzioni ribassiste dei mercati azionari. La causa di questo fenomeno va ricercata nelle politiche di gestione che mantengono i fondi costantemente investiti in azioni, prescindendo dallo scenario macroeconomico e borsistico.

Tuttavia, è lecito interrogarsi sulle ragioni della descritta eccezione nelle performance tra i fondi della banca Julius Baer. Per quest'eccezione si possono offrire due spiegazioni complementari.

La prima spiegazione è che il fondo Technical Top Trader è un fondo cui è permesso lo *short selling* e che, quindi, gode di un grado di libertà in più rispetto ai fondi comuni classici, il che gli consente, almeno teoricamente, di guadagnare anche sui ribassi degli indici. Tuttavia, a parziale compensazione di questo vantaggio operativo bisognerebbe aggiungere

che anche i tradizionali fondi comuni potrebbero, almeno in teoria, uscire completamente dal mercato azionario, utilizzando strumenti di copertura e che tale operatività, se pur non consentirebbe loro di guadagnare sui ribassi, tuttavia consentirebbe loro almeno di preservare il capitale gestito, discostando l'andamento delle loro quote da quello dei rispettivi *benchmark*. In altri termini, nulla vieta, né tecnicamente, né politicamente, che un fondo comune possa posizionarsi in liquidità ogni volta che un fondo hedge si posizioni al ribasso sullo stesso mercato del fondo comune.

La seconda spiegazione è che il fondo Technical Top Trader è un fondo a gestione "sistematica" e che, pertanto, ambisce a contenere le conseguenze degli *inevitabili* errori gestionali a livelli fisiologici, senza avere impatti devastanti sul valore delle quote.

Credo che la giustificazione più verosimile delle performance anomale del fondo Technical Top Trader all'interno del portafoglio di fondi Julius Baer comprenda entrambe queste spiegazioni, giacché non sono mutuamente esclusive, bensì complementari. Ma ognuna delle due spiegazioni presenta implicazioni importanti.

Ipotizziamo, ad esempio, che la prima spiegazione, quella del superiore grado di libertà operativa consentito dallo scoperto di borsa, sia l'unica veramente rilevante ai fini delle migliori performance e del basso *drawdown* del fondo Technical Top Trader rispetto ai tradizionali fondi comuni della banca Julius Baer. Se questa spiegazione fosse vera, la legislazione italiana che rende gli hedge fund inaccessibili a chi non possa investire almeno mezzo milione di euro non avrebbe alcuna giustificazione. Le soglie elevate, infatti, sono appositamente intese ad impedire l'accesso a questi fondi da parte dei piccoli risparmiatori in base al presupposto che i fondi hedge siano particolarmente rischiosi e che i piccoli risparmiatori debbano essere protetti dalle loro insidie gestionali che non sarebbero in grado di valutare. Ma, alla luce dei fatti borsistici del triennio 2000-2002, è ancora possibile sostenere che gli hedge fund siano realmente più rischiosi dei fondi comuni? Esistono fondi comuni specializzati nella *new economy* che hanno perso oltre il 70-80% e fondi comuni specializzati nell'*old economy* statunitense ed europea che hanno perso oltre il 40-50%. E ciò è avvenuto semplicemente per la non-gestione della loro *asset allocation*. Se la conclusione cui si deve logicamente pervenire è che, in realtà, lo scoperto di borsa non sia un elemento di maggior rischio dei fondi hedge rispetto ai fondi comuni, bensì di minor rischio e di maggiore sistematicità di performance, la conclusione logica è che ogni limitazione d'accesso ai fondi hedge attuata con l'imposizione di un'elevata soglia d'ingresso sia ingiustificata e persino classista perché consente solo ai ricchi di sottoscrivere i prodotti finanziari migliori. In realtà, i fondi hedge possono racchiudere

dei rischi elevati ma che sono connessi non tanto allo scoperto di borsa quanto alla leva finanziaria incontrollata che possono adottare. Questo della leva finanziaria è l'aspetto che il legislatore dovrebbe eventualmente disciplinare per rendere i fondi hedge accessibili anche ai piccoli risparmiatori.

Ipotizziamo, altresì, che la seconda spiegazione, quella della "sistematicità" della tecnica di gestione, sia l'unica veramente rilevante ai fini delle migliori performance e del basso *drawdown* del fondo Technical Top Trader rispetto a tutti gli altri fondi comuni tradizionali della banca Julius Baer. Se questa spiegazione fosse (l'unica) vera, i cambiamenti organizzativi da adottarsi nelle società di gestione di fondi comuni dovrebbero essere assai radicali giacché, a fronte di una tale disparità di performance e di controllo del rischio, bisognerebbe convenire che la strategia di gestione della maggior parte dei tradizionali fondi comuni d'investimento debba essere radicalmente ripensata.

Come può notarsi, a qualsiasi conclusione si pervenga, essa ci costringe comunque ad ammettere o che le normative di legge sui fondi hedge o che le pratiche gestionali dei fondi comuni debbano essere ripensate. O entrambe le cose.

Dall'osservazione di quest'interessante caso prendiamo, quindi, spunto per svolgere alcune considerazioni sui rischi e le opportunità della gestione "sistematica".

2. Definizione di gestione "sistematica" negli investimenti finanziari

Negli ultimi anni l'incremento nella potenza degli elaboratori elettronici e l'accresciuta sofisticazione nei software per il trading hanno favorito l'affermarsi della crescente popolarità dei *trading system*.

Che cos'è un *trading system*? Nell'immaginario collettivo un *trading system* è normalmente fatto coincidere con una serie di passi di programma che gestiscono insieme di regole per la compravendita di titoli o di derivati. In realtà questa è semplicemente la formalizzazione software di un *trading system*. Un *trading system* è, più semplicemente, un insieme di regole che definiscono le condizioni affinché un'operazione possa aprirsi e chiudersi sul mercato. Tali insiemi di regole possono essere formalizzate ma, più spesso, possono anche non essere formalizzate e restare implicite nell'operatività di un investitore. Per gestione "sistematica" s'intende una filosofia di gestione che segue in maniera rigorosa, e perfino meccanicistica, un insieme di regole di trading e d'investimento preventivamente definite.

Quando si tratta il tema della gestione sistematica generalmente s'intende la gestione di tipo tecnico-statistico ma questa identificazione-semplificazione è abbastanza frequente solo perché questo tipo di gestione è la più comune nell'universo delle gestioni sistematiche. Ciò non toglie che esistano (e possano essere persino formalizzati) modelli sistematici d'investimento di tipo fondamentale e/o macroeconomico. Ad esempio, i fondi che investono solo in azioni che offrono *dividend yield* elevati (in assoluto od in relazione ai tassi d'interesse prevalenti) o che presentano *price/earning* bassi (in assoluto o rispetto alla media di mercato) e che disinvestono quando queste condizioni, in seguito alla rivalutazione dei titoli, vengono a mancare, sono fondi che investono con criteri fondamentali "sistematici".

I modelli sistematici presentano la tipica caratteristica di non effettuare previsioni sull'andamento futuro dei mercati finanziari ma di adattarsi al loro andamento corrente sulla base di regole predefinite adottate dopo analisi statistiche su serie storiche passate¹⁹.

L'investimento "sistematico" si contrappone, dunque, all'investimento "discrezionale" sotto molti aspetti, non solo operativi ma anche e soprattutto "filosofici". Tuttavia, poiché abbiamo ammesso che l'insieme di regole di un approccio sistematico possa anche non essere formalizzato bensì restare implicito nell'operatività di un investitore, si deve conseguentemente ammettere che anche un approccio discrezionale possa ispirarsi ad un si-

¹⁹ Come ha scritto Nauzer Balsara in *Money Management Strategies for Futures Traders*, Wiley & Sons, 1992, "...mechanical systems are generally trend following in nature, reacting to shifts in the underlying trend instead of trying to predict where the market is headed..." (pag. 24). John Henry, uno dei più abili *trend follower* sistematici del mondo (+45,1% di rendimento netto nel 2002), a sua volta ha detto: "I don't believe that I am the only person who cannot predict future prices. No one consistently can predict anything, especially investors. Prices, not investors, predict the future. Despite this, investors hope or believe that they can predict the future, or someone else can. A lot of them look to predict what the next macroeconomic cycle will be. We rely on the fact that other investors are convinced that they can predict the future, and I believe that's where our profits come from. I believe it's that simple". La considerazione finale è ovviamente provocatoria: i modelli sistematici, secondo John Henry, baserebbero la loro fortuna addirittura sugli errori previsionali degli investitori discrezionali! Normalmente tale giudizio ha difficoltà ad essere persino preso in considerazione giacché si scontra con la cultura positivista dominante nel mondo moderno secondo la quale il futuro dei corsi azionari può essere razionalmente delineato, almeno a larghe linee, purché siano disponibili input fondamentali e macroeconomici sufficientemente precisi. A mio avviso, nella gestione di portafoglio un problema cruciale risiede, appunto, in questa condizione di precisione degli input che raramente è soddisfatta. Senza giungere a conclusioni tanto estreme come quelle di John Henry, è ragionevole ritenere che i modelli sistematici possano funzionare solo perché la gran parte dei capitali è, invece, investita in maniera sostanzialmente passiva.

stema di regole implicite. In tal caso la coerenza dell'approccio discrezionale deve affidarsi alla capacità dell'investitore di filtrare ed elaborare correttamente le informazioni di cui dispone. Peraltro quest'attività d'analisi non è mai uguale a se stessa poiché, nel tempo, non solo possono mutare i criteri di valutazione delle variabili (essendo l'analisi di tipo discrezionale) ma possono variare anche le variabili stesse, essendo mutevole la tipologia delle informazioni disponibili all'analisi.

L'investimento sistematico, al contrario, esige che i dati su cui basare le decisioni siano definiti a priori e che altrettanto sia fatto con i criteri d'analisi di tali dati. Le regole devono essere chiare e precise e devono, permettere di stabilire il timing e l'entità delle posizioni da assumere, prevedere una strategia di gestione del rischio e di controllo delle perdite possibili.

I modelli d'investimento sistematici che si basano esclusivamente sui prezzi e sui volumi e che sono i più comuni possono classificarsi in quattro diverse categorie:

1. modelli *trend following*: si basano su indicatori che sono in grado di riconoscere la direzionalità dei mercati (medie mobili semplici o modificate, MACD, *directional movement* di Wells Wilder, ecc.). Si prefiggono di trarre profitto da ampi movimenti dei prezzi in situazioni di elevata direzionalità dei mercati. Normalmente generano di una modesta percentuale di operazioni in utile di grande entità unitaria, tendono a subire perdite nelle fasi laterali dei mercati;
2. modelli *counter trend following*: si basano su indicatori in grado di identificare gli eccessi dei mercati (oscillatori) o su configurazioni di inversione (supporti e resistenze) Si prefiggono di individuare i punti di svolta dei mercati e sono particolarmente efficaci nelle loro fasi laterali. Normalmente generano un elevato numero di operazioni in utile con un modesto guadagno unitario;
3. modelli basati sui *pattern*: si basano sul riconoscimento di alcune configurazioni grafiche dei prezzi, normalmente di breve o brevissimo termine, cui statisticamente corrispondono movimenti dei prezzi stessi in una direzione attesa. Normalmente generano molte operazioni di modesto profitto unitario;
4. modelli misti: si basano su un'integrazione di tutti i modelli sopra descritti. Ambiscono a adattarsi alle varie condizioni di mercato. La componente critica per il loro successo è costituita dai filtri che stabiliscono quando i diversi modelli debbano essere attivati.

3. Svantaggi e vantaggi della gestione sistematica su quella discrezionale

La gestione sistematica degli investimenti presenta svantaggi ma anche vantaggi rispetto alla gestione discrezionale. Sul lato degli svantaggi, la gestione sistematica:

- a. tende a semplificare la realtà degli accadimenti economici giacché non è in grado di analizzare tutti i tipi di informazione disponibili ed in particolare le informazioni di tipo qualitativo. La gestione sistematica si concentra su alcune variabili chiave (più frequentemente gli stessi prezzi di borsa), ritenute sufficientemente esplicative della tendenza (a breve, medio o lungo termine) di singoli titoli e/o dei mercati. Tuttavia, non può considerare tutte le variabili che influenzano le quotazioni e che possono essere abbracciate dalla mente umana (prescindendo in ciò dal giudizio di merito, ovverosia dall'efficacia dell'analisi condotta dalla mente umana)²⁰;
- b. non è sempre capace di adattarsi in ogni periodo alle diverse condizioni che i mercati presentano e che non sempre sono classificabili a priori. L'esempio più classico di questa situazione ricorrente è offerto dai sistemi di trading di tipo *trend following*. Questi sistemi, che presentano il vantaggio di catturare parte, anche importante, dei trend borsistici, soffrono perdite più o meno cospicue nelle fase laterali dei mercati in quanto sono soggetti a ripetuti falsi segnali. Esistono diverse metodologie per limitare l'impatto di questo problema sul risultato di gestione ma, data la quasi impossibilità a riconoscere in anticipo le fasi laterali dei mercati, quella probabilmente più efficace consiste nel bypassare il problema e nel diversificare i mercati su cui l'investitore opera simultaneamente, avendo possibilmente cura di scegliere tra mercati bassamente correlati.

Viceversa, sul lato dei vantaggi la gestione sistematica degli investimenti:

- i. consente il backtesting e la valutazione oggettiva su serie storiche passate dei comportamenti dei modelli d'investimento sotto diverse condizioni di mercato. Questa caratteristica consente di apprezzare le ca-

²⁰ In breve, potremmo affermare che un modello sistematico d'investimento non può leggere il *Financial Times* e farsi un'idea qualitativa conseguente dell'evoluzione possibile dei mercati finanziari.

- ratteristiche di rendimento e di gestione del rischio sotto uno scenario futuro analogo a quello del passato. Anche se la ripetizione degli scenari è un'ipotesi irrealistica, la procedura di backtesting consente di apprezzare i punti di forza e di debolezza del modello nelle diverse condizioni di mercato;
- ii. impone un'elevata disciplina operativa, eliminando lo stress e l'ego umano come fonti primarie d'errore nella gestione discrezionale²¹;
 - iii. consente il superamento della "saggezza comune e condivisa", tipica delle strutture burocratiche di gestione;
 - iv. consente di adottare cambiamenti radicali nelle politiche d'investimento ed il riconoscimento degli errori gestionali senza causare eccessivi conflitti interpersonali nelle società di gestione.

Vediamo di approfondire quest'ultimo concetto con un caso concreto e recente.

Dopo il crollo borsistico indotto dagli avvenimenti dell'11 settembre 2001, i mercati azionari del mondo registrarono un violento recupero che consolidò, a cavallo tra gli ultimi mesi del 2001 ed i primi mesi del 2002, in una fase di sviluppo laterale. Considerata la violenza del recupero borsistico, il consolidamento orizzontale che si sviluppò successivamente sugli indici azionari mondiali fu assolutamente fisiologico, da manuale. Lo scenario macroeconomico che era maggiormente accreditato in quel periodo era di una ripresa lenta ma imminente dell'economia internazionale. Il consolidamento laterale dei mercati venne pertanto generalmente considerato come un assestamento degli indici in vista di un loro nuovo progresso. Quello scenario era talmente accreditato nella comunità finanziaria (e, per certi versi, persino giustificato, in fin dei conti non è vero che dopo la tempesta viene il sereno?) che, quando il mercato azionario cominciò, invece, a flettere, un noto strategist italiano dichiarò alla stampa che, per la prima volta nella sua esperienza, la Borsa non anticipava la ripresa²² poiché

²¹ In altri termini, consente di evitare d'incappare in quella che è definita "sindrome del pugile suonato". La "sindrome del pugile suonato" caratterizza quei pugili che, scoprendo la guardia nei confronti dell'avversario, vengono da questo duramente colpiti, perdono di lucidità e, per recuperare, si scoprono maggiormente e sono colpiti ancora più duramente, accumulando errori su errori, fino a crollare al tappeto. Analogamente potremmo parlare di "sindrome del gestore suonato", laddove l'avversario sfidato è il mercato finanziario. Per evitare d'incappare in questa sindrome la prevenzione più diffusa è quella dell'indicizzazione di portafoglio.

²² Quella dichiarazione rivelava una conoscenza approssimata del perché le borse azionarie tendono ad anticipare la diffusione dei dati macroeconomici positivi. In ciò non c'è nulla di magico. Il meccanismo che innesca i rialzi è costituito dall'attività speculativa degli insider, i manager e gli azionisti di controllo delle società quotate che, con i portafogli ordini in

scendeva con tutti gli indicatori macroeconomici che indicavano, al contrario, la ripresa economica dietro l'angolo. Solo alcuni mesi dopo fu pienamente evidente che la ripresa economica, in effetti, era rimandata e che quella valutazione discrezionale sull'evoluzione della congiuntura era stata non corretta o, quanto meno, prematura. Un gestore in sintonia con la convinzione espressa dallo strategist avrebbe sicuramente aumentato l'esposizione azionaria del portafoglio. Ma – questo è il punto chiave del ragionamento – sarebbe stato egli in grado di riconoscere l'errore e limitare le perdite coprendosi opportunamente quando il mercato avesse iniziato a dargli torto? Il suo ego gli avrebbe davvero consentito di riconoscere l'errore, accettare la perdita e modificare la sua esposizione azionaria nell'attesa di tempi migliori²³? Credo che solo una minoranza d'investitori discrezionali avrebbe avuto la capacità di ragionare in questi termini²⁴.

Come si sarebbe comportato, invece, un investitore sistematico di fronte a questo stesso scenario sul mercato italiano? Consideriamo due possibili filosofie di gestione *trend following*, una di lungo termine ed una di più breve termine.

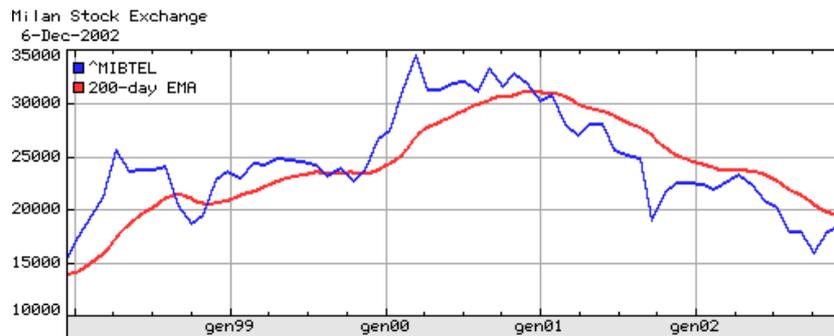
Un investitore sistematico di lungo termine che avesse seguito, ad esempio, la regola dell'incrocio dell'indice con la sua media mobile a 200 giorni (che può essere impiegata per segnalare il trend primario di lungo termine nei mercati azionari) sarebbe deliberatamente rimasto fuori del mercato azionario dalla fine dell'anno 2000, anche al prezzo di rinunciare al rimbalzo borsistico verificatosi tra settembre 2001 e maggio 2002 (nella *figura 3* abbiamo tracciato la media mobile esponenziale in quanto meno “primitiva” e più sensibile della media mobile semplice). Tale rimbalzo, infatti, per quanto interessante per un investitore di medio termine, sarebbe stato piuttosto ininfluenza ai fini della performance di lungo termine quale quella acquisita e consolidata dall'investitore di lungo termine con l'uscita tempestiva dal mercato azionario alla fine dell'anno 2000.

mano, decidono quando è il momento di iniziare a comprare i titoli delle loro società. I broker cui passano gli ordini fanno loro “la coda” ed innescano un meccanismo emulativo d'acquisti. Così le borse azionarie sembrano apparentemente anticipare le riprese economiche mentre, in realtà, ne anticipano solo il riconoscimento palese sui mezzi d'informazione.

²³ La possibile soluzione a questo dilemma psicologico è duplice: la prima consiste nell'introduzione di elementi di sistematicità nella gestione di portafoglio, sia pur attraverso metodologie di tipo euristico e sperimentali; la seconda, oggi prevalente, è la gestione indicizzata che elude la questione dell'*asset allocation* e del *market timing*.

²⁴ I sostenitori dell'investimento sistematico ammettono apertamente che abili investitori discrezionali (alla Soros, Templeton, Buffet, ecc.) riescano a conseguire performance sicuramente superiori a quelle di eccellenti investitori sistematici. Le principali debolezze che rilevano nella gestione discrezionale risiedono nella difficoltà ad individuare tali talenti e nella loro capacità di assicurare continuità di performance ad un livello di eccellenza.

Fig. 3 – Indice Mibtel e media mobile esponenziale a 200 giorni



Un investitore sistematico di medio termine che avesse, altresì, seguito la regola dell'incrocio dell'indice con la sua media mobile esponenziale a 50 giorni (che può essere impiegata per segnalare il trend secondario di medio termine nei mercati azionari) avrebbe subito svariati falsi segnali nelle fasi laterali del mercato (*figura 4*) ma il loro costo sarebbe stato ampiamente ripagato dall'evitare le fasi peggiori del ribasso attraverso l'utilizzo di strumenti di copertura.

Fig. 4 – Indice Mibtel e media mobile esponenziale a 50 giorni

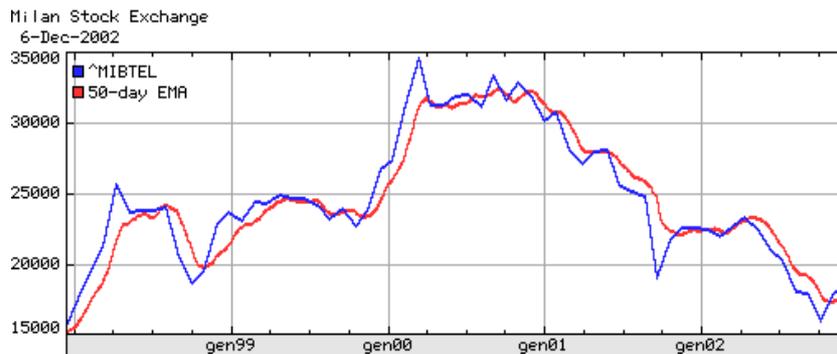
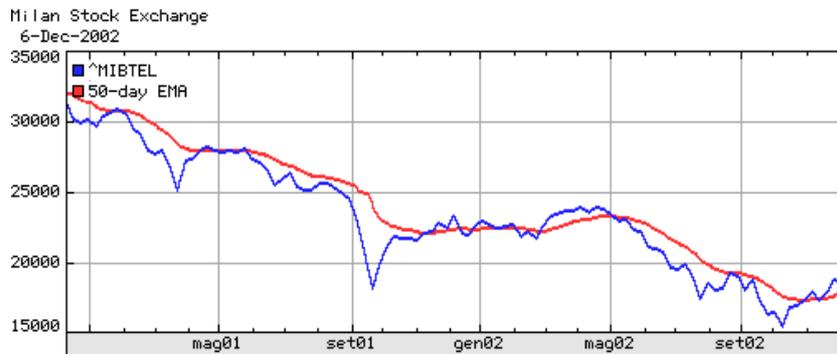


Fig. 5 – Indice Mibtel e media mobile esponenziale a 50 giorni (dettaglio)



La figura 5 presenta il dettaglio del comportamento della media mobile esponenziale a 50 giorni nel periodo settembre 2001-maggio 2002 che, come abbiamo rilevato, ha tratto in inganno più di un gestore “discrezionale”. L’indicatore avrebbe dato svariati falsi segnali (con conseguenti perdite) ma avrebbe consentito di evitare le fasi di ribasso più severe e devastanti per la performance.

Quest’esempio, per quanto apparentemente scolastico, è particolarmente utile per illustrare una circostanza reale recente nella quale il giudizio discrezionale di taluni investitori professionali sull’evoluzione macroeconomica internazionale è stato tratto in inganno mentre i modelli sistematici hanno reagito, semplicemente prendendo atto dello sviluppo del mutato scenario²⁵.

Chi si affaccia per la prima volta alla tematica della gestione sistematica si pone molti (e giustificati) interrogativi sulla coerenza di comportamento dei modelli sistematici nel tempo. La conclusione corretta cui si deve pervenire è che i metodi sistematici di gestione ammettono, per la stessa filosofia con cui sono sviluppati, un certo insopprimibile tasso d’errore. Ma gli investitori che si affacciano per la prima volta alla tematica della gestione sistematica finiscono normalmente per eliminarla dalle opzioni possibili d’investimento perché ingenuamente pretendono da essa impossibili tassi d’errore pressoché nulli. La domanda corretta che essi dovrebbero porsi è: “*Il mio gestore discrezionale fa peggio o meglio di questo modello?*”.

²⁵ Si rammenti che i modelli sistematici tipicamente non pretendono di effettuare previsioni sull’andamento futuro dei mercati finanziari ma semplicemente si adattano al loro andamento corrente.

Esiste un altro importante aspetto nel giudizio sui modelli sistematici d'investimento che è normalmente sottovalutato.

Si afferma che le performance passate non siano indicative di performance conseguibili in futuro. Ciò è corretto giacché nessuno conosce in anticipo il comportamento dei mercati finanziari. Tuttavia, questa condivisibile osservazione riguarda tanto i gestori sistematici quanto i gestori discrezionali. La storia è ricca di esempi di gestori discrezionali di successo che sono incappati in più anni consecutivi di performance negative ed hanno addirittura liquidato le loro società d'investimento. Uno dei casi recenti più clamorosi è quello di Julian Robertson e della sua Tiger Management Corporation. Pertanto, la constatazione che le performance passate non siano indicative di performance future non è di per se stessa ragione per affermare l'inferiorità della gestione sistematica rispetto a quella discrezionale: questo principio vale per entrambe le gestioni.

Ma non è questo il punto chiave del ragionamento. Se è vero che le performance passate non sono mai indicative di performance future, è altresì vero che i metodi applicati alla gestione dei rischi finanziari, se efficaci, sono comunque espressione, anche per il futuro, di metodi efficaci per la gestione di tali rischi. La gestione sistematica professionale ha nelle metodologie di gestione dei rischi (*money management*) il suo cuore operativo. Quest'approccio è solitamente estraneo alla cultura di gestione tradizionale dei fondi comuni che attribuisce il controllo del rischio non alle tecniche di *money management* ma alla pura diversificazione di portafoglio. In altri termini, mentre la gestione di portafoglio più tradizionale presidia il rischio azionario "specifico" tramite la diversificazione di portafoglio, la gestione sistematica presidia il rischio "sistematico" di mercato attraverso tecniche di *money management* (*stop loss*, variazione dell'esposizione azionaria, modifica della dimensione delle singole "scommesse" d'investimento attraverso tecniche di *pyramiding* e *depyramiding*, ecc.). La differenza tra queste due filosofie ed approcci è sostanziale. E non è un caso che le normative e le regolamentazioni sui fondi comuni d'investimento oggi siano tutte orientate a garantire ai loro sottoscrittori la (presunta) protezione offerta dalla pura e semplice diversificazione di portafoglio: ciò si verifica perché anche le normative e le regolamentazioni sono il risultato della cultura finanziaria prevalente.

D'altra parte è necessario che lo scetticismo sui metodi sistematici rimanga diffuso giacché tali metodi possono risultare efficaci solo se sono adottati da una minoranza d'investitori. Se la maggior parte degli investitori operasse in maniera sistematica, la volatilità dei mercati renderebbe l'investimento sistematico molto più complesso e rischioso e, con tutta probabilità, inefficace. Gli investitori sistematici possono ambire a perse-

guire performance superiori proprio grazie alla diffusione delle politiche d'indicizzazione e di gestione passiva²⁶.

4. L'obiettivo strategico della gestione sistematica

Il caso di Technical Top Trader è interessante anche perché la società di gestione utilizza tecniche di trading sistematico di breve termine e prevalentemente intraday. Una convinzione abbastanza diffusa è che l'operatività intraday sia utile solo per arricchire i broker. Technical Top Trader dimostra che non è così, purché si disponga di una metodologia idonea ad affrontare i mercati.

Bisogna, tuttavia, ammettere che l'attenzione della grande maggioranza degli investitori istituzionali e professionali non sia particolarmente sensibile alle tecniche sistematiche d'investimento. La ragione? Il *bull market* internazionale durato oltre 15 anni che ha reso apparentemente inutili le tecniche sistematiche di gestione del rischio, di *sector rotation* e di *market timing*. Di fronte a tracimazioni degli indici azionari nell'ordine di 40-50% è ben modesta consolazione poter rivendicare di fronte ai clienti gestiti – nelle fortunate circostanze in cui ciò si è verificato – di aver battuto i benchmark di 3-5 punti percentuali.

Le performance confortanti di Technical Top Trader non sono un'eccezione nell'universo dei gestori sistematici. Solitamente è la stessa filosofia sistematica che produce una selezione naturale giacché modelli sistematici inadeguati, con basso controllo del rischio ed eccessivamente levereggiati, possono determinare perdite ingenti ed addirittura condurre all'uscita dal mercato.

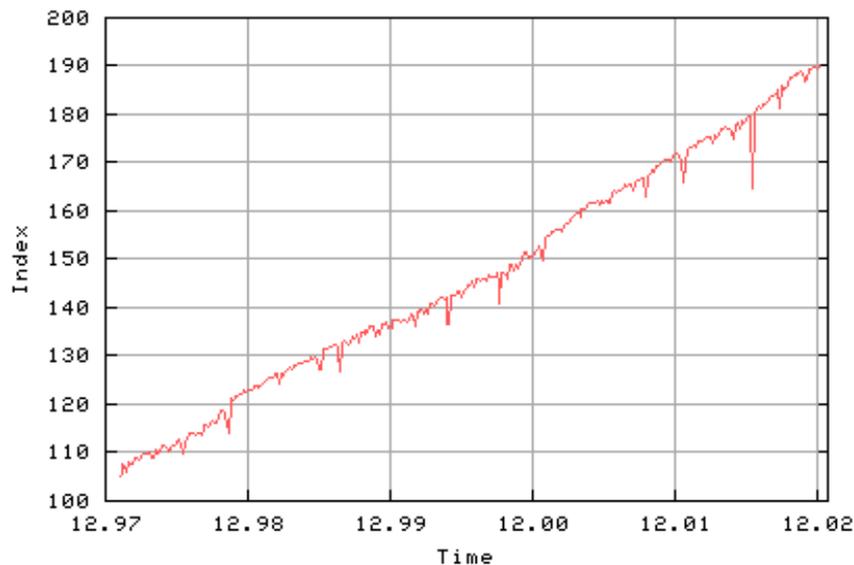
I grafici che seguono rappresentano le *equity curve* di alcuni modelli sistematici d'investimento.

La *figura 6*, ad esempio, mostra l'*equity curve* quinquennale reale (ovverossia ottenuta con denaro reale e non simulata tramite una procedura di *backtesting*) di un modello per la speculazione sui cambi sviluppato ed implementato da un matematico svizzero. L'*equity curve* è già al netto di una commissione di performance del 35%. Si noteranno alcuni *spike* molto evi-

²⁶ Rimarchevole eccezione a quest'utilizzo minoritario di modelli sistematici è rappresentata dalla CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance) che ha acquisito una crescente popolarità nella comunità finanziaria internazionale. Tuttavia, pur rappresentando una specie di "timone automatico" per il gestore sistematico, il CPPI è una formulazione standard che non ambisce a adattarsi alle caratteristiche dei singoli mercati, ne' pretende di realizzare un *market timing* particolarmente efficace. La sua sostanziale rigidità ed immutabilità e l'*imprimatur* del mondo accademico ne spiegano parzialmente il successo nelle strutture burocratiche di gestione.

denti in questa curva, ovverosia dei ritracciamenti al ribasso molto (per così dire) “appuntiti”. Tali ritracciamenti corrispondono a posizioni assunte dal modello contro il trend momentaneo del mercato in situazioni individuate come di eccesso. Fintanto che il mercato prosegue la sua corsa contro la posizione assunta dal modello matematico, il fondo subisce violente perdite che, però, sono prontamente riassorbite non appena il mercato corregge le situazioni di eccesso secondo la direzione attesa dal modello. Come può notarsi, il fenomeno è “sistematico”, cioè ricorrente.

Fig. 6 – Performance reale quinquennale di un modello di speculazione sui cambi



La figura 7 rappresenta l'*equity curve* di alcuni fondi futures britannici a gestione sistematica.

Non è infrequente che modelli sistematici d'investimento non riescano a produrre risultati apprezzabili anche per periodi di tempo relativamente lunghi, ovverosia che la loro *equity curve* permanga in un range orizzontale (o quasi orizzontale, leggermente declinante) per un periodo di tempo talmente lungo che può talvolta apparire esasperante. Questi sono i periodi nei quali i modelli sistematici affrontano condizioni di mercato per le quali essi risultano inefficaci.

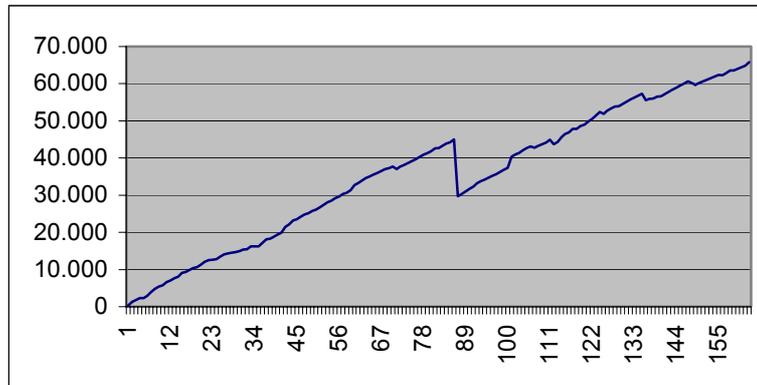
L'aspetto essenziale è che, in tali periodi, i modelli sistematici riescano a gestire il rischio e non depauperino eccessivamente il patrimonio in modo da poter ampiamente approfittare della successiva fase favorevole di mercato, partendo, cioè, da perdite non troppo elevate da dover recuperare.

Fig. 7 – Performance reale di alcuni fondi britannici a gestione sistematica



La *figura 8* rappresenta il profitto reale in euro di un modello sistematico di speculazione attivo su 7 diversi mercati *futures* (da gennaio a novembre 2002) sviluppato da un team di analisti italiani.

Fig. 8 – Performance reale di un modello sistematico di speculazione su 7 diversi mercati futures da gennaio a novembre 2002



La lista dei casi degni di nota potrebbe essere molto più lunga. I modelli d'investimento di cui sono stati riportati i risultati reali si differenziano per filosofie di gestione, mercati su cui operano e tolleranze al rischio. Tuttavia, pur nelle loro diversità, presentano tre caratteristiche in comune:

1. sono modelli d'investimento sistematici e non discrezionali;
2. la loro *equity curve* soffre d'inevitabili periodi di difficoltà ma non è correlata agli indici finanziari, il che rende tali modelli strumenti di reale diversificazione di portafoglio;
3. la loro *equity curve* "aspira" a toccare nuovi massimi, cioè a riassorbire gli inevitabili *drawdown*, in tempi contenuti (mesi e non anni)²⁷. Un

²⁷ Ralph Vince in *Portfolio Management Formulas*, Wiley & Sons, 1990, dimostra in maniera matematica come, tanto più efficace sia un sistema meccanico di trading, tanto maggiore debba anche essere quello che egli chiama *fractional "f"*, ovvero sia la percentuale del capitale disponibile allocata su ogni singolo *trade*. A sua volta, più elevato è il *fractional "f"* di un modello sistematico e più elevato necessariamente deve risultare il suo *drawdown*. Pertanto, per quanto paradossale possa sembrare al senso comune, i sistemi migliori (i più profittevoli, quelli che presentano una crescita geometrica superiore) debbono soffrire *drawdown* più elevati: "...there is a paradox involved here, in that if a system is good enough to generate an optimal "f" that is a high percentile, then the drawdown for such a good system will also be quite high..." (pag.110). L'importante è che il *drawdown* possa essere recuperato in tempi ragionevoli e, soprattutto, indipendentemente direzione rialzista del mercato. Se quanto Ralph Vince ha dimostrato è corretto, allora la corsa della prima generazione di hedge fund di diritto italiano verso il suadente obiettivo della bassissima volatilità è da riconsiderare (continua →).

caso esemplare di efficace conseguimento di questo obiettivo è riportato nella *fig. 9*. Tale grafico riporta l'*equity curve* di un fondo sistematico austriaco specializzato in tecniche *trend following* sui futures. I ritracciamenti della curva dell'*equity* corrispondono alle fasi d'inversione dei trend ed alle fasi laterali dei mercati. Per esaltare le loro performance, questi fondi andrebbero sottoscritti proprio in queste fasi negative.

In altri termini, la caratteristica strategicamente più rilevante dei metodi sistematici d'investimento efficaci è la gestione reattiva alle situazioni di perdita, al contrario dei fondi comuni passivi che subiscono necessariamente l'andamento degli indici di borsa.

Fig. 9 – Performance reale di un fondo a gestione sistematica *trend following*



Nei fondi comuni passivi il recupero delle perdite è sostanzialmente legato all'imponderabile andamento degli indici mentre nei fondi a gestio-

Nell'anno 2002 i fondi hedge di diritto italiano hanno offerto (ma solo nei casi migliori) performance comparabili con quelle dei prodotti gestiti del mercato monetario ed obbligazionario, comprese tra +6,2% e -6,8% con una forte concentrazione di risultati tra +3% e -3%. Se questa non fosse la possibile conseguenza della difficoltà interpretativa dei mercati finanziari bensì di una deliberata strategia di gestione volta a rassicurare la clientela, probabilmente ci troveremmo di fronte ad una scelta impropria: allora meglio i Cct, giacché anche per gli hedge fund, così come per le azioni, è lecito esigere un premio per il rischio sul rendimento degli investimenti *risk free*.

ne sistematica è affidato all'efficacia della reattività dei modelli sistematici adottati²⁸.

5. Una curiosa verifica empirica²⁹

Il quotidiano *Il Sole 24 ore* ha indetto una competizione tra dieci primari gestori italiani che ha avuto inizio nel giugno 2002 e si è conclusa nel giugno 2003. Questa competizione, denominata “Caccia al toro”, è consistita nella selezione da parte dei dieci gestori di cinque azioni europee e nell'aggiornamento dei loro portafogli ogni 5 settimane. I rendimenti di questi portafogli sono stati poi confrontati con:

- ✓ l'indice Eurostoxx;
- ✓ l'indice Mib30;
- ✓ portafogli di 5 titoli estratti casualmente dall'indice Eurostoxx (metodo Montecarlo);
- ✓ portafogli di 5 titoli selezionati dall'Eurostoxx, tra quelli con un rapporto P/fatturato < 1,5, sulla base del più elevato apprezzamento nei 12 mesi precedenti (portafogli Euro Runners);
- ✓ portafogli di 5 titoli selezionati dal Mib30, tra quelli con un rapporto P/fatturato < 1,5, sulla base del più elevato apprezzamento nei 12 mesi precedenti (portafogli Italian Runners).

Nonostante la breve durata di questa competizione, per aver coinvolto dieci tra alcune primarie società italiane di gestione del risparmio, i suoi risultati sollecitano utili spunti di riflessione sui temi *(a)* del valore aggiunto effettivamente erogato ai risparmiatori dall'industria del risparmio gestito e *(b)* dei possibili vantaggi offerti dalla gestione “sistematica” di portafoglio rispetto alla gestione discrezionale.

²⁸ Questa è la ragione sostanziale per la quale giudico – con un paradosso solo apparente – più pericolosi e più speculativi per gli stessi piccoli risparmiatori i fondi comuni d'investimento rispetto ai fondi hedge, specie se a gestione sistematica. Conseguentemente credo che sarebbe giusto liberalizzare la sottoscrizione dei fondi hedge anche al dettaglio. A mio avviso le autorità di controllo dovrebbero prevalentemente garantire i risparmiatori da un uso incontrollato della leva finanziaria da parte dei fondi hedge, eventualmente disciplinandola solo per i prodotti collocabili al dettaglio. Non è lo *short selling* la fonte primaria della presunta pericolosità dei fondi hedge, bensì l'indicizzazione di portafoglio nei fondi comuni.

²⁹ Questo paragrafo è stato pubblicato come articolo sulla *Rivista Aiaf* nr.48 dell'ottobre 2003 col titolo di “Caccia al toro o caccia la gestore?”

Ai primi di gennaio 2003, dopo le prime venticinque settimane di competizione, il quotidiano ha fatto il punto dei risultati parziali conseguiti dai concorrenti³⁰. Pur essendo una competizione simbolica è, tuttavia, ragionevole pensare che i cinque titoli selezionati dai singoli gestori nella competizione fossero quelli di maggior peso nei fondi comuni da essi gestiti nella realtà. Nella *fig. 10* sono riportate le valorizzazioni finali medie dei portafogli dei gestori dopo le prime 25 settimane di competizione (fatto uguale a 100 il valore dei portafogli di partenza).

Fig. 10 – “Caccia al toro”: valore medio dei portafogli dei gestori (base=100) comparati con alcuni *benchmark* dopo le prime 25 settimane di gara (elaborazione su dati grezzi de *Il Sole 24 ore*)

	Gestori	Euro Stoxx	Mib30	Euro Runners	Italian Runners	Metodo Montecarlo ³¹
Media	86,14	80,20	87,48	94,65	92,88	85,22
Varianza	40,17	4,88	5,63	6,41	4,15	41,32

Questi risultati iniziali hanno suggerito alcune prime considerazioni:

- nelle prime 25 settimane di gara i gestori hanno in media battuto largamente l'indice Eurostoxx. Ovviamente questo risultato è stato reso possibile da portafogli assai più concentrati (5 titoli) rispetto all'indice. Aumentando la diversificazione di portafoglio, le performance avrebbero mostrato una fisiologica convergenza verso il *benchmark*. Il confronto con l'indice Mib30, per quanto negativo, non è da considerarsi particolarmente significativo (e, quindi, particolarmente deludente) giacché i portafogli effettivamente selezionati dai gestori sono stati di titoli europei e non solo italiani anche se alcuni gestori si sono effettivamente sovrappesati su titoli italiani;
- considerando che le valorizzazioni dei portafogli non tenevano conto delle commissioni di gestione (che erano dovute nei portafogli gestiti

³⁰ Si veda l'articolo di Marco Liera su *Il Sole 24 ore* del 7 gennaio 2003.

³¹ La metodologia di estrazione casuale di un gruppo di titoli da un paniere è pomposamente chiamata “metodo Montecarlo” in omaggio al casinò più celebre del mondo, quello di Montecarlo, appunto. La sostanza, tuttavia, è quella di una selezione di titoli azionari effettuata in maniera altrettanto casuale (e banale) rispetto all'uscita di un numero nel gioco della roulette o rispetto al lancio, da parte di una scimmietta (non addestrata!), di freccette su un tabellone recante i *ticker* dei titoli azionari.

ma, chiaramente, non erano dovute nei portafogli Montecarlo) e le commissioni di negoziazione (che erano dovute in maniera ridotta solo per gli acquisti iniziali nei portafogli statici Eurostoxx e Montecarlo), la performance lorda del portafoglio medio Montecarlo nel primo semestre non si è discostata da quella media dei gestori e, al netto di costi e commissioni figurative, deve giudicarsi in realtà migliore di quella dei gestori. Questo risultato, sia pur parziale, non deve rappresentare una sorpresa giacché l'aneddotica e persino la letteratura finanziaria non è nuova a casi che testimoniano la difficoltà dei gestori a far sistematicamente meglio di portafogli casuali (e questo perché, come vedremo nel prosieguo, i portafogli casuali tendono per loro natura ad approssimare i *benchmark*, cosicché la difficoltà dei gestori a battere i *benchmark* si risolve normalmente, per la proprietà transitiva, anche in una difficoltà a battere i portafogli casuali). Anche le varianze dei risultati si sono rivelate decisamente simili. Nel caso dei gestori, la distribuzione dei differenziali delle performance rispetto all'Eurostoxx si è approssimata, come ragionevole, a quella normale, con una concentrazione di risultati attorno alla media. Si consideri che i portafogli casuali selezionati dal quotidiano per ogni coppia di gestori a confronto restavano immutati per tutta la competizione e non venivano risorteggiati ogni cinque settimane, per cui, al termine della competizione stessa, avrebbero potuto influire specifici fattori particolarmente favorevoli o particolarmente sfavorevoli dell'unica selezione casuale;

- potrebbe apparire più sorprendente che la media dei portafogli Euro Runners, selezionati con criteri apparentemente banali, abbia performato in maniera così superiore al *benchmark* Eurostoxx ed ai gestori; inoltre, a parte i valori medi rappresentati nella *fig. 1*, i portafogli Euro Runners hanno battuto i gestori in 9 casi su 10 (ed hanno *sempre* battuto l'indice Eurostoxx). Tuttavia, poiché uno dei due criteri di selezione delle azioni di questi portafogli all'interno dell'indice Eurostoxx è stato quello della migliore performance storica nei 12 mesi precedenti (in pratica della più elevata forza di medio termine dei titoli selezionati), è ipotizzabile un effetto di trascinamento dei corsi sulla base del puro "abbrivio" (*momentum*) dei titoli.

In altri termini, mentre ci sono ragioni per credere che il basso rapporto P/fatturato non sia rilevante ai fini della selezione dei titoli vincenti, se si abbracciano l'ipotesi tecnica di persistenza dei trend azionari e/o l'ipotesi statistica di stazionamento dei coefficienti α (alpha) delle azioni attorno ai loro valori storici recenti, allora la selezione di titoli "forti" rispetto al mercato (con $\alpha > 0$, *alias* elevati *momentum* della forza relativa

sull'indice di riferimento) presenta una ragionevole probabilità di battere il mercato stesso³² anche se non è affatto detto che il periodo di comparazione utilizzato per la selezione dei titoli (i 12 mesi precedenti) sia quello ottimale³³. Questa ragionevole probabilità viene confermata dalla osservazione che anche i portafogli Italian Runners hanno sempre battuto il Mib30, sia pure in maniera meno eclatante, ed hanno anch'essi battuto i gestori in 9 casi su 10³⁴.

Nel giugno del 2003 la competizione si è conclusa ed ha offerto il quadro di confronto riportato nella *fig.11*:

Fig. 11 – “Caccia al toro”: valore medio dei portafogli dei gestori (base=100) comparati con alcuni benchmark dopo 50 settimane di gara (elaborazione su dati grezzi de *Il Sole 24 ore*)

	Gestori	Euro Stoxx	Mib30	Euro Runners	Italian Runners	Metodo Montecarlo
Media	86,11	78,93	91,04	100,68	101,05	83,41
Varianza	121,27	30,64	19,36	8,41	6,89	88,44

³² Una trattazione piuttosto estesa e ricca di esempi di questo concetto è riportata nel cap. 8 del mio libro *Investire controcorrente*, FrancoAngeli, 2002. Un aspetto *contrarian* di questa strategia d'investimento (rispetto all'idea comune di comprare “basso” per vendere “alto”) risiede nella selezione dei titoli forti (“alti”) invece di quelli deboli (“bassi”), nel presupposto che esistano ragioni valide (fondamentali, speculative, ecc.), anche se non sempre evidenti, sia per la forza, sia per la debolezza dei titoli e che sia poco remunerativo ignorarle.

³³ Nel capitolo 8 di *Investire controcorrente* ho riportato l'esempio di alcune simulazioni di *sector rotation* condotte su fondi settoriali statunitensi. Le simulazioni hanno rivelato che la scelta di indicatori di lungo termine per gestire gli *switch* (e, quindi, la selezione dei fondi) può offrire le performance più elevate ma al prezzo di una maggiore volatilità dell'*equity curve* del portafoglio: “*Non sorprendentemente alcuni indicatori di lunghissimo termine hanno fornito i risultati di gran lunga migliori in termini di puro rendimento complessivo giacché alcuni fondi settoriali in forte crescita tendevano a permanere lungamente nel portafoglio*” (pag. 98). Ciò non significa necessariamente che tali indicatori siano quelli ottimali.

³⁴ Il miglior andamento dei portafogli Euro Runners su quelli Italian Runners, per quanto preliminare, non deve sorprendere. L'indice Eurostoxx è comprensivo di un paniere più ampio e diversificato di titoli e, pertanto, offre un numero maggiore di alternative di *stock picking* rispetto al Mib30. In ogni caso il confronto corretto da fare è quello con i rispettivi *benchmark*: nel semestre il portafoglio Euro Runners ha battuto l'indice Eurostoxx di 14,45 punti percentuali, il portafoglio Italian Runners ha battuto l'indice Mib30 di 5,40 punti percentuali. È anche ragionevole ipotizzare che l'eliminazione dell'irrelevante condizione $P/fatturato < 1,5$ avrebbe potuto consentire una selezione ancora più efficace di titoli vincenti.

Confrontando il risultato delle 50 settimane di gara con quello delle prime 25, la tabella comparativa che se ne ricava è riportata nella *fig. 12*.

Fig. 12 – “Caccia al toro”: scostamento tra il rendimento medio dei gestori ed alcuni *benchmark* dopo 25 e 50 settimane di competizione

Delta % tra la media dei gestori e l'indice ...	dopo 25 settimane	dopo 50 settimane	Miglioramento (+) / o peggioramento (-) nelle seconde 25 settimane
Eurostoxx	5,93%	7,18%	1,25%
Mib30	-1,35%	-4,93%	-3,58%
Euro Runners	-8,51%	-14,58%	-6,07%
Italian Runners	-6,74%	-14,95%	-8,20%
Metodo Montecarlo	0,92%	2,70%	1,78%

La tabella della *fig. 12* evidenzia come, nelle seconde 25 settimane di competizione, la media dei gestori abbia ulteriormente lievemente migliorato lo scarto rispetto all'indice Eurostoxx ed ai portafogli casuali Montecarlo. Per quanto riguarda i portafogli casuali, tuttavia, lo scarto assoluto di rendimento a vantaggio dei gestori (2,70%) per correttezza metodologica dovrebbe essere abbattuto dei costi differenziali di gestione e di negoziazione che non sono dovuti nei portafogli Montecarlo ... Stimando questi costi differenziali nel 2-2,5% del portafoglio, il delta differenziale mediamente a favore dei gestori nei confronti dei portafogli Montecarlo si riduce a 0,2-0,7%. Solo 5 gestori 10 hanno battuto i portafogli casuali. Questo risultato accredita, ancora una volta, l'immagine irriverente delle scimmiette bendate che, lanciando freccette su un tabellone di *ticker* di titoli azionari, riescono a conseguire performance *simili* a quelle di un gestore *medio* (o della *media* dei gestori)! Va sottolineato che, in una serie infinita di simulazioni, le performance dei portafogli Montecarlo tenderebbero necessariamente ad approssimarsi al *benchmark* Eurostoxx e che, quindi, il risultato qui ottenuto dai portafogli Montecarlo (migliori dei *benchmark*) contiene una componente insopprimibile di casualità che, in questo specifico caso, *pare* aver giocato relativamente a sfavore dei gestori ed a favore dei portafogli Montecarlo. Tuttavia, noi non possiamo sapere a priori come gli stessi gestori performerebbero in una serie infinita di competizioni: potrebbero in teoria anch'essi approssimarsi al *benchmark* o, addirittura, far peggio di esso.

Quello della sottoperformance dei fondi rispetto ai *benchmark* è, in effetti, il quadro delineato dal Servizio Studi di Mediobanca (www.mbres.it) nella sua indagine annuale sui fondi comuni italiani (*fig 13*).

Ipotizziamo, tuttavia, che, in una seria infinita di competizioni la media dei gestori, selezionando 5 azioni europee, sia in grado di battere il *benchmark* Eurostoxx. Accettando quest'ipotesi, il fatto che, invece, nella realtà fotografata dal Servizio Studi di Mediobanca, ciò *non* si verifichi (specie per i fondi azionari internazionali) può essere ricondotto a due spiegazioni "tecniche" (non mutuamente esclusive): (*a*) che, pur avendo le Sgr una buona capacità di *stock picking* sui titoli "core" dei loro fondi, la diversificazione di portafoglio venga condotta in maniera talmente esasperata da più che compensare in maniera negativa gli effetti della selezione vincente dei primi (5) titoli e/o (*b*) che l'incidenza dei costi di gestione e di negoziazione sulla massa gestita sia troppo elevata per lasciare ai risparmiatori un valore aggiunto residuale (rispetto ad una strategia di pura indicizzazione passiva)³⁵.

Fig. 13– Differenziale % medio di rendimento dei fondi italiani rispetto ai loro *benchmark*

	2000	2001
Totale fondi	-2,6%	-2,1%
di cui:		
Azionari	-4,0%	-3,0%
Az. Internazionali	-5,7%	-3,5%

Fonte: R&S Mediobanca

Il differenziale medio tra il rendimento dei gestori e quello dei portafogli Euro Runners ed Italian Runners si è, invece, ulteriormente e significativamente incrementato ed è diventato talmente ampio (14,58-14,95% rispettivamente da 8,51% e 6,74% del primo semestre) da meritare una riflessione sulle sue cause.

A sua volta, il delta medio tra i portafogli Euro Runners e l'indice Eurostoxx a fine competizione si è collocato al rimarchevole valore di 21,75

³⁵ Esiste poi una spiegazione "politica" che ho esposto nei capitoli 1 e 2 di questo pamphlet on line. Tale spiegazione si connette all'impossibilità da parte dei gestori di battere i *benchmark* rispettando al tempo stesso *tracking error volatility* definite molto strette (ufficialmente per controllare il rischio di portafoglio ma, in realtà, per evitare di scostarsi eccessivamente dai *benchmark* e rischiare di entrare in competizione troppo evidente con gli altri player del mercato).

punti percentuali (dai 14,45 di metà gara) mentre il corrispondente delta medio tra i portafogli Italian Runners ed il Mib30 si è collocato a 10,01 punti percentuali (dai 5,4 di metà gara). Nella realtà della gestione di portafoglio risultati molto inferiori a questi verrebbero considerati eccellenti ed invidiabili. In altri termini, i portafogli Euro Runners ed Italian Runners si sono dimostrati più forti dei rispettivi *benchmark* (Eurostoxx e Mib30) sia nel primo semestre di competizione che ha registrato una caduta degli indici, sia nel secondo semestre che ha registrato un parziale recupero degli stessi: ciò significa, in prima battuta, che l'extrarendimento offerto da tali portafogli non può essere banalmente attribuito ai loro coefficienti β , bensì deve essere attribuito ai loro coefficienti α ³⁶. Infatti, se l'extraperformance di questi portafogli, in presenza di indici (Eurostoxx e Mib30) cedenti, si fosse potuta attribuire a coefficienti $\beta < 1$, allora, durante la fase di recupero degli indici, tale extraperformance si sarebbe dovuta ridurre anziché accrescere, come, invece, si è effettivamente verificato. Un confronto analitico tra il *benchmark* Eurostoxx con i portafogli Euro Runners rivela che questi ultimi si sono rivalutati anche in presenza dell'Eurostoxx cedente e conferma l'irrilevanza dell'indicatore β su questa extraperformance. Come conseguenza, al termine della competizione i portafogli Euro Runners ed Italian Runners hanno battuto, oltre che i rispettivi *benchmark*, anche tutti i gestori, riacciuffando, sia pur con uno scarto minimo, anche l'unico gestore che a metà gara era riuscito a fare meglio. 10-0 è un bel "cappotto" ...

In conclusione, può considerarsi ammissibile l'ipotesi di lavoro che la scelta di titoli sulla base della loro forza storica ("passata") di medio termine (purché corrispondente ad alti valori di coefficiente α anziché β) presenti buone probabilità di battere i *benchmark* ed i gestori (e certamente la loro media)³⁷.

³⁶ Entrambi questi coefficienti derivano dalla formula del *Capital Asset Pricing Model*. Il coefficiente β di un titolo o di un portafoglio di titoli è un coefficiente che segnala la reattività di quel titolo o di quel portafoglio alle variazioni dell'indice generale del mercato cui si riferisce; il coefficiente α è un coefficiente che misura l'apprezzamento od il deprezzamento di un titolo o di un portafoglio indipendente dall'andamento generale del mercato.

³⁷ Come ho già segnalato, questa ipotesi era già stata accreditata nel mio studio empirico pubblicato sulla *Rivista Aiaf* nr. 26 dell'aprile 1998 dal titolo "La rotazione tra settori come tecnica di allocazione dinamica per la gestione di portafoglio", ripubblicato in *Investire controcorrente*, FrancoAngeli, 2002, cap.8. In quello studio si evidenziava come, facendo ruotare in un portafoglio i settori via, via più forti dell'indice S&P500 attraverso l'utilizzo di semplici (!) formule di *momentum*, fosse possibile battere consistentemente l'indice stesso: infatti, in quella simulazione svolta su un periodo di circa 8 anni, l'indice S&P500 veniva battuto di circa 13 punti percentuali all'anno.

Si osservi come anche i portafogli Euro Runners ed Italian Runners, così come quelli Montecarlo, non venivano aggiornati ogni 5 settimane come quelli dei gestori in gara (i quali avevano la possibilità di aggiustare le loro strategie al mutare della situazione di mercato) e che, pertanto, nonostante la loro buona prestazione, tale prestazione non sia stata ottimizzata, giacché i portafogli non godevano della possibilità di ri-selezionare ogni cinque settimane le azioni reputate via, via più forti.

Se i portafogli Euro Runners ed Italian Runners fossero stati creati dopo un consapevole e deliberato processo di *backtesting* e di ottimizzazione delle ipotesi sopra illustrate, avrebbero rappresentato un limpido esempio di gestione sistematica e delle virtù (coerenza e semplicità operativa) ad essa connesse: infatti, nella selezione dei titoli di un portafoglio a gestione sistematica non entra in gioco il giudizio discrezionale dei gestori sulla probabilità di un apprezzamento anomalo dei titoli (solo) *dopo* che siano stati acquistati. Vigono regole meccanicistiche concettualmente semplici, logiche *ex ante* e, tuttavia, fatte oggetto di opportune verifiche empiriche di natura statistica. La loro semplicità non esclude la loro razionalità.

Sono due le principali riflessioni che emergono dalla lettura asettica di queste statistiche.

Innanzitutto dobbiamo essere grati a *Il Sole 24 ore*: questa competizione – certo al di là delle intenzioni dei suoi stessi ideatori – ha offerto una conferma di come un problema centrale (non solo in Italia, ovviamente) sia rappresentato dalla mancanza di valore aggiunto “sostanziale” mediamente offerto ai risparmiatori dall’industria del risparmio gestito considerata come *aggregato di operatori*. Questa valutazione – sebbene difficile da far accettare – non può considerarsi una novità poiché le statistiche elaborate dal Servizio Studi di Mediobanca sulle performance dei fondi comuni italiani, che annualmente tentano di richiamare l’attenzione su questo negletto problema, indicano chiaramente che il “sistema fondi” (l’aggregato degli operatori) performa strutturalmente peggio dei *benchmark*. Ma questo non è semplicemente un problema, è IL principale problema dell’industria del risparmio gestito anche se solitamente non viene affrontato come tale ma viene fatto oggetto di un accurato processo collettivo di rimozione psicoanalitico-professionale. Nel caso esaminato la carenza di valore aggiunto significativo è stata particolarmente evidenziata dal confronto con portafogli totalmente “idioti” come quelli Montecarlo e con portafogli dotati di una razionalità statistica latente ma generica come quelli Euro Runners ed Italian Runners.

Come ho già osservato, questi risultati non debbono rappresentare una sorpresa. Oserei dire che è più sorprendente che, in presenza di tali ripetute evidenze, non vengano ripensate più radicalmente le filosofie gestionali e le strutture organizzative delle società di gestione. Tale compito di ripensamento investe prioritariamente le responsabilità strategiche degli amministratori delle Sgr e, solo successivamente, quelle operative dei gestori.

La carenza di valore aggiunto (che vada al di là della semplice gestione amministrativa e contabile dei portafogli) nell'industria del risparmio gestito può passare economicamente inosservata in un contesto macroeconomico di crescita sostenuta che consente, grazie alla correlata crescita dei corsi azionari, di far "digerire" ai risparmiatori le inefficienze e le possibili rendite di posizione dei player del settore; tuttavia, tale mancanza di valore aggiunto diventa un evidente problema di "coperta redistributiva corta" in un contesto macroeconomico assai più incerto quale quello che pare prospettarsi nei prossimi anni.

La seconda riflessione riguarda i vantaggi della gestione sistematica degli investimenti rispetto a quella discrezionale.

Nonostante esista ormai un'ampia casistica di investitori sistematici che presentano ottima continuità di performance, sia per ragioni culturali, sia per ragioni di sostanza operativa, la gestione sistematica pare destinata a restare una filosofia di nicchia e di élite nel panorama del risparmio gestito continentale europeo e certamente in quello italiano.

Alcune delle resistenze maggiori all'introduzione di tecniche sistematiche di gestione in strutture tradizionali di *portfolio management* sono culturali: come abbiamo visto nel caso della costruzione dei portafogli Euro Runners ed Italian Runners, tali tecniche prescindono dal giudizio puramente *qualitativo* dei gestori e, come tali, minano alla radice i fondamenti stessi del "potere" nella gestione discrezionale, specie quando si rivelano, pur nella loro disarmante semplicità, più efficaci della gestione discrezionale stessa.

Quando ho sottolineato che la selezione di titoli sulla base della loro forza storica presenta buone probabilità di battere i *benchmark*, ho implicitamente fatto ricorso ad un concetto statistico ed operativo che presenta una sua intima razionalità ma che, al tempo stesso, esclude dal processo decisionale ogni valutazione puramente qualitativa sui titoli (di cui è tipicamente intessuta la gestione discrezionale) se non nella preventiva fase di definizione dell'universo dei titoli stessi (ad esempio sulla base di criteri di liquidità, capitalizzazione, ecc.) entro cui tentare di selezionare successivamente quelli vincenti con metodologie sistematiche.

Ma quest'osservazione presenta un'elevata discontinuità culturale con la filosofia e la prassi operativa dominanti.

Ovviamente qualcuno, specie se non è riuscito a “cacciarlo”, potrebbe essere sedotto dall’idea di (metaforicamente) “tagliare la testa al toro” ed obiettare – come effettivamente mi è stato obiettato – che “*i portafogli Euro Runners ed Italian Runners hanno avuto semplicemente una botta di fortuna ed i gestori semplicemente scalogna*” ma con tali spicci giudizi la comprensione dei problemi e delle alternative gestionali possibili è destinata a non fare grandi progressi.

6. Considerazioni conclusive

La gestione sistematica può essere intesa, in un certo senso, come una forma di assicurazione contro gli errori gestionali più gravi nella gestione discrezionale, come può essere il non identificare ed intercettare un trend primario sul mercato azionario o, peggio ancora, posizionarsi in controtendenza ad esso. Evidentemente questa specifica problematica è rilevante solo per i fondi flessibili mentre, come abbiamo visto, è assolutamente irrilevante per i fondi azionari e bilanciati tradizionali. La gestione sistematica è anche intesa a perseguire il contenimento delle inevitabili perdite di portafoglio ed il loro recupero in tempi più contenuti di quanto non sia consentito alla tradizionale gestione passiva. Essa non va confusa con l’analisi tecnica in quanto l’analisi tecnica, al pari dell’analisi fondamentale, rimane una disciplina pienamente discrezionale.

Si consideri che, secondo le statistiche ufficiali del New York Stock Exchange (<http://www.nyse.com/marketinfo/marketinfo.html>), il *program trading* incide mediamente per il 25-45% degli scambi azionari su quel mercato e questo senza considerare l’incidenza dei derivati. Sebbene il fenomeno del *program trading* (definizione che include un ampio spettro di strategie computerizzate) abbia raggiunto dimensioni definibili persino patologiche, esso risponde, tuttavia, ad esigenze di sistematicità e di certezza nella gestione di portafoglio (ad esempio nella *portfolio insurance*). Le società leader nel *program trading* per volumi scambiati sono tutte società eccellenti (Morgan Stanley, UBS Warburg, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Credit Suisse First Boston, Merrill Lynch, Bear Stearns, Lehman Brothers, Salomon Smith Barney, Bnp Paribas, ecc.). È come se, *mutatis mutandis*, in Italia ne fossero leader istituzioni quali San Paolo-Imi, Banca Intesa, Unicredito, Capitalia, Mediobanca, ecc. che, invece, eccezion fatta per l’applicazione del CPPI, per ragioni culturali, sono sostanzialmente estranee all’approccio sistematico.

In realtà, mentre negli Stati Uniti il fenomeno è istituzionale, in Italia e nell’Europa continentale è oggetto d’interesse prevalentemente presso investitori individuali che hanno sviluppato un’ampia varietà di strategie si-

stematiche d'investimento, differenziate per stile, tolleranze al rischio, ecc. (incidentalmente, questa è una ragione ulteriore in favore della tesi della liberalizzazione della gestione del risparmio).

Tali tecniche di gestione hanno guadagnato nel tempo una loro credibilità nel mondo anglosassone al punto che persino alcuni fondi pensione statunitensi negli anni hanno allocato sia pur modeste porzioni dei loro *asset* su queste strategie d'investimento. La ragione di questa scelta risiede nella bassa correlazione di queste tipologie di prodotti gestiti con gli indici azionari internazionali. Questa caratteristica li rende utili per costruire portafogli ibridi di fondi sistematici, azioni, portafogli di *private equity*, ecc., così come da me teorizzato e descritto nel capitolo 5 di *Investire controcorrente*. Credo che, se Martin Ebner avesse investito il 50% dei suoi asset in fondi sistematici *trend following*, probabilmente non sarebbe stato costretto a liquidare in maniera coatta le sue partecipazioni strategiche.

La *figura 14* consente di apprezzare visivamente questo concetto. Essa rappresenta un indice delle performance di un paniere di CTA (*Commodity Trading Advisor*), investitori specializzati nell'operatività sui *futures* che, come tali, sono totalmente estranei al concetto di *stock picking* ma si concentrano sui trend di diverse *asset class*. Un consistente numero di questi investitori, se non la loro maggioranza, adotta tecniche computerizzate di gestione, la maggior parte di natura *trend following*. Come si nota, la volatilità dell'*equity curve* di questi gestori è elevata (e certamente superiore a quella dell'S&P 500) ma rappresenta il prezzo necessario che essi debbono pagar per perseguire rendimenti geometricamente superiori (come è richiamato nella nota a fondo pagina nr.27)³⁸.

Non tutte le tipologie di gestione sistematica possono adattarsi alla gestione dei fondi comuni di maggiore dimensione patrimoniale ma, chiaramente, solo quelle volte ad individuare i trend di medio-lungo termine. Tuttavia, mentre il mondo dei fondi hedge già oggi presenta innumerevoli casi di fondi a gestione sistematica, quasi inesistente è questa tipologia di gestione nell'universo dei fondi comuni.

³⁸ Le performance di questi gestori sfatano alcuni luoghi comuni che ancor oggi pervadono il mondo della gestione del risparmio e, talora, delle sue autorità di controllo. Tra questi luoghi comuni possiamo citare: (a) le vendite allo scoperto (*short selling*) sono pericolose, (b) i fondi hedge sono speculativi ed inadatti ai piccoli investitori, (c) alta volatilità dei portafogli corrisponde ad alto rischio.

Fig. 14 – Indice delle performance di un paniere di *Commodity Trading Advisor* confrontato con l'indice S&P 500 (novembre 1993 – febbraio 2003)



Fonte: TurtleTrader

La filosofia sistematica di gestione non deve necessariamente essere considerata come totalizzante ed esclusiva d'altre filosofie di gestione, ne' deve necessariamente intendersi come semplice trasposizione di *trading system* il cui obiettivo è di ottimizzare il timing d'investimento. Ad esempio, i segnali d'ingresso su un mercato azionario possono essere assecondati ed affiancati da un'attività di *stock picking* realizzata con criteri fondamentali. In alternativa, è possibile misurare statisticamente la forza di un mercato e graduare "sistematicamente" la percentuale d'investimento sulla base di tale misurazione, senza necessariamente alternare la percentuale d'investimento da zero a 100% ma graduando la percentuale di investimento senza soluzione di continuità tra questi due estremi.

Quarta copertina

Perché liberalizzare la gestione del risparmio

Questo *pamphlet* è la continuazione ideale di *Investire controcorrente. Il conformismo finanziario e le alternative possibili*, FrancoAngeli, 2002 e vuole rappresentare un sintetico manifesto liberale in favore della liberalizzazione della gestione del risparmio in Italia. L'autore sostiene che la modesta qualità dei servizi di risparmio gestito offerti in Italia sia in gran parte imputabile alla forma oligopolistica del settore che vede alcuni operatori bancari dominare il mercato del risparmio gestito e spartirselo senza farsi reale concorrenza sulle caratteristiche intrinseche essenziali e le condizioni di collocamento dei fondi comuni d'investimento. L'autore sviluppa alcune tesi per una politica di attiva liberalizzazione del settore che consenta ai risparmiatori un esercizio pieno e consapevole della loro sovranità nei confronti dei vari operatori del settore e che getti le basi per una maggiore competitività internazionale delle società italiane del risparmio gestito.



Paolo Sasseti è nato nel 1956 a Milano. Dopo esperienze professionali presso il Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica, le direzioni finanziarie di Fiat, IBM Italia e Société Générale de Surveillance, ha coperto diverse posizioni all'interno del gruppo Sopaf come capo dell'*equity research*, responsabile delle gestioni patrimoniali e responsabile degli investimenti internazionali del gruppo Sopaf.

È impegnato nella consulenza strategica e finanziaria a piccole e medie aziende innovative e nel riassetto di alcuni patrimoni familiari. È *business angel* in uno *start up* tecnologico in Italia meridionale.

Si è laureato a Roma in economia e commercio con una specializzazione in matematica e statistica ed una tesi in scienza delle finanze, ha un master "Bocconi" in direzione aziendale. È socio dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari e membro del Comitato Scientifico della rivista dell'associazione. Con FrancoAngeli nel 2000 ha pubblicato *Guida pratica al venture capital* e, nel 2002, *Investire controcorrente. Il conformismo finanziario e le alternative possibili*. Può essere raggiunto agli indirizzi:

paolo_sasseti@virgilio.it
paolo_sasseti@yahoo.it
paolo_sasseti@libero.it