

di Paolo Sasseti *

Un'insolita verifica empirica sulle performance dei gestori professionali

1) Premessa

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

"Caccia al toro" o caccia al gestore?

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.

2) Il primo semestre: *nihil sub sole novi*

Ai primi di gennaio 2003, dopo le prime venticinque settimane di competizione, il quotidiano ha fatto il punto dei risultati parziali conseguiti dai concorrenti (1). 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 *Tavola 1* 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).

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 ma, chiaramente, non erano dovute nei

NOTE

* Socio Aiaf dal 1989, membro del Comitato scientifico della Rivista Aiaf; partner della Compagnia Italiana di Ventura, Milano (paolo_sasseti@yahoo.it).

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

2) 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 frecce su un tabellone recante i *ticker* dei titoli azionari.

"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 (2)
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

Tavola 1

“Caccia al toro” o caccia al gestore?



portafogli Montecarlo) e le commissioni di negoziazione (che erano dovute in maniera ridotta solo per gli acquisti iniziali nei portafogli

NOTE

3) 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.

4) 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.

5) 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.

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 ri-sorteggiati 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 *Tavola 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 stesso (3) anche se non è affatto detto che il periodo di comparazione utilizzato per la selezione dei titoli (i 12 mesi precedenti) sia quello ottimale (4). Questa ragionevole probabilità viene confermata dall'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 10 (5).

3) Il secondo semestre: vincono i “corridori” perchè avevano la “spinta” iniziale

Nel giugno del 2003 la competizione si è conclusa ed ha offerto il quadro di confronto riportato nella *Tavola 2*. Confrontando il risultato delle 50 settimane di gara con quello delle prime 25, la tabella comparativa che se ne ricava è riportata nella *Tavola 3*. La *Tavola 3* 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 su 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 (*Tavola 4*).

Ipotizziamo, tuttavia, che, in una serie 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

“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

Tavola 2

“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 %

Tavola 3

Differenziale % medio di rendimento dei fondi italiani rispetto ai loro benchmark

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

Tavola 4 (Fonte: R&S Mediobanca)

“Caccia al toro” o caccia al gestore?



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) (6).

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 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 (7). 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’irrelevanza 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) (8). 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

NOTE

6) Esiste poi una spiegazione “politica” che ho esposto nei capitoli 1 e 2 del mio pamphlet on line *Perché liberalizzare la gestione del risparmio. Tesi per una nuova sovranità dei risparmiatori ed un nuovo ruolo degli analisti finanziari*, Borsaexpert, Febbraio 2003, liberamente scaricabile all’indirizzo web: www.borsaexpert.it/controcorrente/. Tale spiegazione si connette all’impossibilità da parte dei gestori di battere i *benchmark* rispettando al tempo stesso *tracking error* e *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).

7) 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.

8) 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.

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.

4) Considerazioni finali

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 la 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 fortuna, mentre i gestori sono stati scalognati*" ma con tali spicci giudizi la comprensione dei problemi e delle alternative gestionali possibili è destinata a non fare grandi progressi. ●