

di Paolo Sassetti\*

## Pensare contro corrente

### Premessa

Ho quasi completato la stesura del mio secondo libro di finanza che ho intitolato "Investire controcorrente". Al termine di questa introduzione è riportato l'estratto di uno dei primi capitoli del libro. Le affermazioni in esso contenute cadono ovviamente solo sotto la mia unica responsabilità senza coinvolgere in alcun modo l'AIAF.

Questo libro, che probabilmente verrà pubblicato come e-book, tratta temi finanziari eterogenei collegati, però, dal filo conduttore del "conformismo finanziario". Il conformismo è un comportamento che si manifesta in qualunque settore produttivo. Non può essere quindi motivo di scandalo che si manifesti anche in diverse branche della finanza. Ci sarebbe da meravigliarsi del contrario. Ho tentato di affrontare questo tema non con l'approccio scandalistico che troppo spesso caratterizza la stampa, bensì con un approccio "sociologico", cercando soprattutto di individuare le cause di natura organizzativa che possono essere alla base di comportamenti negligenzemente conformistici anche in finanza (nell'analisi finanziaria, nell'erogazione del credito, nella gestione di portafoglio, nel capitale di rischio, ecc.). Questo filone di indagine è abbastanza trascurato. Ad esempio, le indagini che il mondo accademico ha condotto sulle performance dei fondi comuni rispetto ai benchmark di riferimento hanno tipicamente analizzato le difficoltà strutturali dei fondi nel battere il mercato in situazioni di efficienza informativa forte e semiforte, una volta che sui capitali in gestione siano caricate le commissioni di gestione e di negoziazione. In altri termini, l'attenzione del mondo accademico è stata normalmente attratta dall'analisi del

perché i fondi comuni spesso "non riescano" a battere il mercato. Un approccio alternativo, che ho tentato, sia pur sommariamente, di abbozzare è quello del perché i fondi "non vogliono" battere il mercato.

Nell'estratto che qui si propone vengono esposte alcune considerazioni sui condizionamenti che analisti finanziari e gestori di portafoglio possono subire nello svolgimento della loro attività a causa dei vincoli operativi cui possono essere soggetti e/o degli obiettivi distorti che possono essere obbligati a perseguire.

### **Analisti finanziari e gestori sotto tiro tra errori e condizionamenti culturali**

All'inizio del Novembre 2001, due settimane dopo l'apertura dell'inchiesta della SEC sul caso Enron, dei 16 analisti che seguivano costantemente la società e rilasciavano giudizi su di essa, ben 11 mantenevano ancora giudizi di "buy" o di "strong buy" su di essa.

In generale questo dato non avrebbe dovuto sorprendere in quanto già un'indagine condotta negli Stati Uniti su circa 8.000 raccomandazioni emesse nell'anno 2000 da analisti finanziari sulle 500 aziende dello Standard & Poor 500 aveva segnalato che solo 29 di esse erano di "vendere", 7.071 di "comprare", le altre di "tenere".

Tuttavia il caso Enron non può

classificarsi come un caso qualunque anche per un importante strascico che ha causato nel mondo degli analisti finanziari statunitensi. Tra gli analisti finanziari che ai primi del Novembre 2001 esprimevano ancora il consiglio di acquistare titoli Enron non compariva, però, il nome di Dan Scotto, analista statunitense di Bnp Paribas che il 23 Agosto 2001, tre mesi prima del tracollo della società energetica statunitense, aveva pubblicato un report, intitolato emblematicamente "Enron sotto pressione e senza vie d'uscita", nel quale egli aveva consigliato di vendere le azioni Enron. Il rapporto redatto da Dan Scotto gli costò tre mesi di aspettativa dopo di che ricevette una formale lettera di licenziamento. Dan Scotto dichiarò che esisteva un rapporto di causa-effetto tra la pubblicazione del suo rapporto su Enron ed il suo successivo licenziamento. Anche se tale rapporto di causa-effetto non potrà mai essere dimostrato, resta l'amara constatazione che abbia perso il posto un analista che aveva avuto il coraggio di esprimere un giudizio controcorrente in un contesto professionale deprimente conformista. E che tale giudizio si era rivelato esatto.

Il caso Enron ha portato al licenziamento di almeno un altro impiegato negli Stati Uniti: il sig. Chung Wu, dipendente del noto broker statunitense Paine Webber. Nell'Agosto del 2001 Chung Wu aveva consigliato di vendere azioni Enron a

### NOTA

\* Socio Aiaf dal 1989, membro del Comitato Scientifico della Rivista Aiaf; Partner della Compagnia Italiana di Ventura, Milano ([sax@bigfoot.com](mailto:sax@bigfoot.com)).





diversi clienti di Paine Webber. Nel giro di poche ore, a seguito delle rimostranze della Enron per il suo comportamento, Chung Wu era stato messo alle porte da Paine Webber. Il broker statunitense si è difeso sostenendo che Chung Wu aveva espresso indicazioni contrarie a quelle ufficiali della casa. Ma Chung Wu si era accorto che, proprio nel mese di Agosto, Paine Webber aveva venduto ingenti pacchetti di azioni Enron possedute da top manager della società energetica statunitense ed aveva tentato, a modo suo, sia pur contro le indicazioni del suo datore di lavoro, di salvaguardare gli interessi dei suoi clienti.

Il fallimento della SwissAir rappresenta un secondo macroscopico caso che deve indurre degli interrogativi sul reale valore aggiunto offerto ai loro clienti dagli analisti finanziari, nella fattispecie gli analisti impiegati nelle società di *rating* creditizio.

Fino al 26 gennaio 2001 la società di *rating* Moody's aveva classificato le obbligazioni SwissAir con il *rating* A3. Tutte le obbligazioni della compagnia elvetica, per un importo complessivo di circa 4,3 miliardi di franchi svizzeri, erano state emesse prima di tale data e, quindi, avevano goduto di tale brillante valutazione. Ma quanto brillante? La definizione del *rating* A3 fatta da Moody's suona nel seguente modo: *"I bond denotano elevati attributi di solvibilità, che tuttavia possono essere compromessi da influssi esterni di natura politica o congiunturale"*.

Ovviamente, la situazione delle aziende, che al momento dell'emissione dei titoli presentano un *rating* buono (vale a dire almeno nella categoria A) può deteriorarsi nel corso della durata del prestito e, in effetti, dopo il 26 gennaio

2001 il *rating* di SwissAir fu ripetutamente ridotto. Il problema è di capire se il deterioramento della solvibilità della SwissAir sia stato dovuto a fattori successivi alla concessione del *rating* A3 o se, invece, il *rating* A3 fosse già in origine ingiustificato, in pratica se il passaggio di SwissAir dal *rating* A3 al fallimento possa essersi verificato in pochi mesi veramente e solamente per puri fattori esogeni di mercato, come recita la definizione di Moody's per il *rating* A3 (nell'Ottobre del 2001 la società bloccò a terra tutti gli aerei poiché impossibilitata a rifornirli di carburante). A tale lecita domanda non si può dare una risposta rigorosamente scientifica in quanto è difficile attribuire un peso agli eventi successivi all'11 Settembre 2001 sulla crisi della compagnia elvetica. Se si riflette, però, sul fatto che la stessa Moody's aveva mantenuto un giudizio d'idoneità sul debito di Enron quattro giorni prima che la società chiedesse la protezione dai creditori, allora diventa lecito porsi degli interrogativi seri sull'idoneità – a questo punto - dei sistemi di *rating* a segnalare i rischi effettivi che gli investitori si assumono nel sottoscrivere obbligazioni. O se essi non siano costretti a svolgere individualmente un supplemento d'indagine.

La conclusione della vicenda SwissAir è che, al Marzo del 2002, si stima che non oltre il 20-25% dei 4,3 miliardi di obbligazioni in franchi svizzeri della compagnia elvetica sarà rimborsato.

### Uno sguardo all'Italia

I problemi del ruolo ancora inadeguato svolto da alcuni analisti finanziari e dei conflitti d'interesse che essi debbono superare sono ormai da qualche tempo

nella generale consapevolezza e sotto i riflettori impietosi della stampa. Ad esempio, il 27 Marzo 2002 Il Sole 24 Ore riportava un dibattito tra alcuni top manager e banchieri d'affari su questo tema. Alcuni giudizi tra i più impietosi furono:

*"Siamo davanti ad una grossa mancanza sul fronte della governance delle banche d'affari. C'è un conflitto d'interesse tra chi deve generare i ricavi ottenendo mandati bancari e chi deve dare un servizio agli investitori"*.

*"Ci sono due conflitti d'interesse: il rischio che il banchiere corporate dica all'analista che cosa scrivere ed il rischio che la ricerca sia obbligata a generare nuove idee per far rigirare continuamente il portafoglio dei clienti da parte del trading"*.

*"Se guardiamo alla ricerca, nel 2001 non ha di che essere orgogliosa. In un mercato profondamente debole ed in calo le raccomandazioni a vendere ci sono state solo nel 10% dei casi"*.

Il tema degli analisti finanziari poco selettivi o, addirittura, sistematicamente orientati alle indicazioni di acquisto piuttosto che a quelle di vendita è ufficialmente diventato un caso istituzionale anche in Italia quando il presidente della Consob, prof. Luigi Spaventa, ha documentato con una certa puntigliosità e dovizia di statistiche l'esistenza di questo fenomeno nel nostro Paese. Su questo tema l'AIAF è ripetutamente intervenuta per cui ritengo inutile riproporre le considerazioni sul tema in un'ottica prettamente "istituzionale".

Non esistono soluzioni miracolose a questo problema in quanto il massimo che il legislatore può fare nei confronti del problema dei conflitti d'interesse potenziali o, peggio, degli interessi diretti

è di costringere gli intermediari a dichiararli pubblicamente e tempestivamente in modo che gli investitori ne possano debitamente tener conto e di sanzionare pesantemente le eventuali inadempienze.

Ma in un contesto nel quale è difficile (voler/poter) giungere alla prova provata di un comportamento manipolatorio da parte di analisti strumentalizzati da *brokerage house*, è utile stimolare un argine ai comportamenti più sfacciatamente superficiali, puntando sulla convenienza individuale dei singoli analisti a non screditare la loro singola reputazione. Ad esempio, una metodologia razionale (e basata su criteri oggettivamente verificabili) per la definizione di un *rating* degli analisti finanziari sulla base dell'affidabilità delle loro raccomandazioni potrebbe rappresentare un deterrente per frenare le raccomandazioni emesse con intenti apertamente manipolatori od ispirati a criteri di analisi conformisticamente superficiali. Gli analisti finanziari sarebbero spontaneamente indotti ad un'elevata cautela per non compromettere, nel lungo termine, la loro credibilità professionale e potrebbero, altresì, farsi scudo di questa loro esigenza nei confronti sia delle società analizzate, sia degli intermediari presso cui lavorano in quanto il rating dovrebbe essere attribuito *ad personam* in modo da garantirne la "*portability*" presso qualunque intermediario finanziario. Analogo *rating* potrebbe poi essere attribuito ai singoli uffici studi, ma il *rating* personale aiuterebbe a stimolare la responsabilità individuale e la volontà degli analisti di resistere a pressioni improprie.

### Dall'analisi finanziaria alla gestione di portafoglio

La conclusione cui l'uomo della strada potrebbe arrivare è che, se la ricerca finanziaria è soggetta a condizionamenti e pressioni quali quelli descritti per il caso Enron, non è sorprendente che le performance dei fondi comuni d'investimento possano normalmente risultare tanto deludenti. Una siffatta conclusione sarebbe certamente ingiustificata in quanto i professionisti del risparmio gestito conoscono perfettamente cosa stia dietro la pubblicazione dei *report* degli analisti finanziari. Se le loro performance possono spesso risultare deludenti non è certo perché gli analisti finanziari li hanno portati fuori strada: se sono andati fuori strada, ci sono andati per conto loro, anche perché vincolati da una nutrita serie di condizionamenti istituzionali, legali, organizzativi e, più importanti fra tutti, culturali. All'interno di questo libro sono state diffusamente illustrate le principali ragioni strutturali per le quali il sistema dei fondi comuni, nel suo complesso, incontra delle difficoltà praticamente insormontabili nell'erogare ai suoi sottoscrittori rendimenti migliori o almeno pari ai *benchmark* di riferimento. In questa sede è utile descrivere brevemente la rilevanza del problema delle performance dell'industria dei fondi comuni ed alcune problematiche connesse per identificare costruttivamente alcune possibili, sia pur limitate, soluzioni. Per misurarsi col mercato ovviamente è necessario confrontarsi equamente con esso e, quindi, è innanzitutto necessario identificare un parametro significativo del suo andamento che possa essere

utilmente confrontato con il rendimento del portafoglio gestito. Infatti, l'articolo 50 del Regolamento Intermediari della Consob prescrive la indicazione, nel prospetto informativo dei fondi e delle gestioni patrimoniali, di un parametro oggettivo di riferimento (il famoso *benchmark*), costruito ricorrendo ad uno o più indicatori finanziari (ponderati) elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo. Tale parametro, per potersi definire "oggettivo", deve essere coerente con la tipologia degli investimenti effettuati dal portafoglio finanziario in modo da poterlo direttamente confrontare con il rendimento del portafoglio stesso. Ad esempio, non sarebbe ovviamente coerente confrontare il rendimento di un fondo azionario italiano con un indice dei titoli di Stato. Bisognerebbe confrontarlo con un indice azionario. Gli indici azionari, a loro volta, si distinguono in indici di soli prezzi (*price only index*) ed in indici di rendimento effettivo totale (*total return index*). Mentre i primi tengono conto solamente delle variazioni dei prezzi delle azioni, i secondi tengono conto anche della distribuzione dei dividendi. I fondi azionari incassano i dividendi delle azioni da essi detenute. Pertanto i dividendi alimentano sicuramente il rendimento complessivo dei fondi. Ebbene, praticamente la totalità dei fondi comuni italiani, sfruttando il fatto che il regolamento della Consob non impone obbligatoriamente l'utilizzo di indici di *total return*, si confronta con indici di soli prezzi per la costruzione dei loro *benchmark*. Poiché i *benchmark* dei fondi comuni sono talvolta utilizzati come parametri, superati i quali le società di gestione hanno diritto ad





incassare una commissione di performance, è ovvio che più bassi sono posti i *benchmark* e più agevole risulta l'incasso di tale commissione. In ogni caso risulta più agevole far bella figura nei confronti dei sottoscrittori dei fondi. Negli Stati Uniti, in omaggio ad una consolidata politica di trasparenza, normalmente i fondi comuni adottano indici di *total return* come *benchmark*. Lo stesso indice S&P 500 computa l'effetto di distribuzione dei dividendi.

Il dibattito sulle metodologie più idonee alla costruzione dei *benchmark* è ovviamente vivace e quasi mai disinteressato. Alcune voci contrarie all'adozione di indici di *total return* sostengono che esistono due elementi che sfavoriscono le società di gestione nel conseguimento di rendimenti pari ai *benchmark*:

- le imposte sui *capital gain* che non sono riflesse negli indici finanziari
- i costi per la gestione dei fondi

La prima argomentazione è ineccepibile anche se solo per gli anni in cui i fondi comuni registrano plusvalenze e non negli anni in cui registrano delle perdite in conto capitale. Pertanto, nella costruzione dei *benchmark* bisognerebbe debitamente tenerne conto. La seconda argomentazione, invece, è in gran parte da respingere e risulta persino lesiva della ragion d'essere delle gestioni professionali ed offensiva nei loro confronti perché il risparmiatore che si affida ad un gestore professionale si aspetta che, proprio perché professionale, sia in grado di ricavare, dagli extra rendimenti di una gestione attiva, almeno la copertura dei costi di gestione. Se non fosse così, perché mai bisognerebbe affidare i propri risparmi a professionisti della gestione?

### Statistiche italiane

Le statistiche mensili pubblicate da Il Sole 24 Ore sul rendimento dei fondi distribuiti presso i risparmiatori italiani offre una indicazione di massima ma pur sempre significativa della dimensione di questo problema.

Se si fa eccezione per i fondi classificati come "azionari italiani", quasi tutte le altre categorie di fondi mediamente evidenziano rendimenti inferiori o significativamente inferiori ad alcuni indici borsistici di riferimento che, pur non rappresentando dei *benchmark* perfetti, sono certamente congruenti con la politica d'investimento perseguita dai fondi stessi. Le statistiche considerate sono a cinque anni, un "medio termine" sufficientemente lungo per dar modo di compensare eventi di gestione occasionalmente sfortunati.

Se si considerano i fondi azionari specializzati sul mercato americano, al 3 Aprile 2002 negli ultimi 5 anni solo 2 fondi su 26 battevano l'indice Morgan Stanley North America; solo 3 fondi europei su 29 battevano l'indice Morgan Stanley Europe; solo 6 fondi internazionali su 42 battevano l'indice Morgan Stanley World; e, se ben 38 fondi azionari italiani su 49 battevano l'indice Comit, solo 7 fondi bilanciati su 34 battevano un indice composto di azioni ed obbligazioni internazionali; ecc.. Se la nostra attenzione si volge a periodi di investimento più recenti (un anno) l'analisi conduce alle medesime conclusioni e non risparmia neppure i fondi obbligazionari, anzi con questi è particolarmente impietosa. Ogni volta che si scorrono ed analizzano queste statistiche non bisogna dimenticare che riguardano fondi gestiti da professionisti dedicati a tempo pieno alla gestione di

portafoglio. A fianco di alcune minoritarie situazioni di eccellenza, la grande maggioranza dei fondi non pare offrire particolare valore aggiunto ai loro sottoscrittori rispetto ad una gestione puramente passiva. Questo, ovviamente, non è un problema italiano bensì mondiale. I fondi comuni statunitensi più di altri ne soffrono.

### Andare a fondo nelle cause del problema, evitare il moralismo spiccio

C'è un aspetto del problema delle performance dei fondi che, a mio avviso, non è stato mai affrontato adeguatamente e serenamente ma che rientra a pieno titolo nella tematica del conformismo finanziario. Gli studi e le ricerche sulle performance dei fondi comuni si sono tipicamente focalizzati sul "non potere" battere il mercato da parte dei fondi stessi, sulle ragioni tecniche ed economiche del perché, sotto il profilo pratico, sia così difficile battere il mercato da parte dei gestori specialmente al netto di commissioni di negoziazione e di gestione. Questo fenomeno è, nei fatti, riconducibile ad un "non potere tecnico", inteso come impedimento materiale indotto da fattori esterni sovrastanti (l'efficienza informativa del mercato).

Un filone di ricerca assai meno esplorato ed a sfondo organizzativo è quello che potremmo definire del "non volere" battere il mercato. Questo "non volere" è da intendersi come "non volere organizzativo" che trae le sue ragioni d'essere nei meccanismi decisionali esistenti all'interno di organizzazione complesse (come sono le società di gestione del risparmio) di fronte a scenari (nella fattispecie,

borsistici) altamente aleatori ed 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", quale potrebbe essere quella di modificare radicalmente la percentuale d'investimento di un fondo comune. Da qui si origina la tendenza ormai crescente, se non ancora dominante, nei fondi comuni ad 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 ed 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.

Anche in presenza di bolle speculative che vengono apertamente riconosciute come tali (perché, ad esempio, indicatori come i P/E delle società quotate raggiungono livelli palesemente anomali), può imporsi la necessità "politica" di cavalcarle, pur coi rischi connessi, in quanto nessuno nella organizzazione di gestione, per quanto autorevole, può prevedere con certezza quando la bolla speculativa inizierà a sgonfiarsi e con quali conseguenze e, quindi, può permettersi il rischio di perdere un possibile ulteriore *upside* (che, teoricamente, può risultare ancora molto consistente) a

favore dei sottoscrittori del fondo e, soprattutto, a favore dei fondi concorrenti che praticano l'indicizzazione di portafoglio. In altri termini, specie nelle organizzazioni burocratiche di gestione non è possibile per i singoli gestori assumersi la responsabilità individuale di prendere posizioni antitetiche rispetto allo svilupparsi dei trend di mercato e la scelta-non-scelta dell'indicizzazione spinta dei fondi comuni consente, a ben riflettere, un opportunistico "mimetismo" nei confronti delle performance della concorrenza. Inoltre, in tale contesto culturale ed organizzativo, la scelta-non-scelta dell'indicizzazione di portafoglio appare tanto più conformisticamente ineluttabile quanto più la gestione dei capitali è socialmente "delicata" e può apparire psicologicamente (e, quindi, anche politicamente) una scelta quasi obbligata quando i capitali in gestione hanno natura pensionistica. Per questo motivo bisogna aspettarsi che l'incremento della previdenza integrativa privata in Italia spingerà ulteriormente verso una maggiore incidenza delle pratiche di indicizzazione (1) dei fondi. Il concetto di *benchmark* pare, quindi, destinato a

#### NOTA

1) Secondo la stessa normativa italiana in vigore (D.M. Tesoro 703/1996) la definizione di *benchmark* adeguati è parte essenziale dei contratti di gestione dei fondi pensione. Come sottolinea la *Relazione 2000* della Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione (COVIP), "in tutte le convenzioni sinora stipulate viene assegnato al gestore l'obiettivo di

massimizzare il rendimento in un orizzonte temporale pari alla durata delle convenzione (3-5 anni), compatibilmente con prefissate misure di rischiosità, espresse sotto forma di volatilità delle differenze di rendimento della gestione rispetto al benchmark; a tal fine l'indicatore di rischio relativo, adottato per monitorare la volatilità degli scostamenti tra portafoglio e benchmark, è la *Tracking Error Volatility (TEV)*". In altri termini, poiché al gestore del fondo pensione viene imposto un vincolo, il rispetto della TEV, la cui non osservanza può avere conseguenze negative sulla conferma del suo mandato di gestione, diventa naturale e comprensibile che tale vincolo di minimizzazione degli scostamenti, in realtà, da vincolo diventi, alla fine, un vero e proprio obiettivo per il gestore allo scopo di preservare il mandato di gestione! Al di là della descritta implicazione "psicologica", anche sotto il profilo matematico risulta evidente che, quanto più la TEV pianificata è bassa, tanto più diventa difficile per il gestore, se non impossibile, battere il *benchmark*. Ciò avviene in quanto la TEV viene definita come scarto quadratico medio delle differenze tra i rendimenti del portafoglio ed i rendimenti del *benchmark* e tale indicatore tiene conto ovviamente anche delle differenze positive, cosicché, paradossalmente, un eccesso di extra-rendimenti rispetto al *benchmark* da parte di un gestore troppo bravo può far crescere la TEV a livelli superiori a quelli definiti contrattualmente. La TEV viene correntemente utilizzata come misura di rischio del portafoglio ma, per come viene computata, presenta, a mio avviso, questa paradossale controindicazione. ❌



### NOTE

2) Una soluzione, ma solo parziale, a questo problema potrebbe ricercarsi nella modifica della tradizionale e discutibile modalità di calcolo della TEV: lo scarto quadratico medio potrebbe meglio calcolarsi come semi-scarto, ovvero sia computando solo gli scarti negativi tra i rendimenti del portafoglio e quelli del *benchmark* ed attribuendo valore zero agli scarti positivi. In breve, adottando una formula asimmetrica anziché simmetrica di volatilità rispetto al *benchmark*. La soluzione, tuttavia, è solo parziale perché è noto che extra-rendimenti (rispetto al *benchmark*) molto positivi di un periodo possono essere "pagati" con sotto-rendimenti più accentuati, sia pure parziali, nel periodo successivo, incrementando in tal modo la TEV, a causa dei naturali ritracciamenti che nel breve/medio termine si verificano nelle forze relative dei titoli anche quando tali forze relative sono spiccatamente positive nel medio/lungo termine. In parole più semplici, se un gestore cavalca un titolo (od un portafoglio) che in un periodo produce un +15% rispetto al *benchmark*, è normale che nel periodo successivo possa realizzare un -5% rispetto allo stesso *benchmark*. Il saldo di gestione acquisito è +10% rispetto al *benchmark* ma quel -5% di periodo può innalzare la TEV, anche calcolata con la formula asimmetrica, in maniera maggiore di quanto non sarebbe successo se avesse semplicemente clonato il *benchmark*. Questa considerazione conferma ulteriormente che le performance dei fondi sono fortemente condizionate dalla razionalità degli obiettivi e dei vincoli imposti ai gestori e dal loro *mix*. Il

diventare sempre più il faro ispiratore della gestione di portafoglio per i fondi pensione: già oggi i due fondi pensione dei Capi e Quadri Fiat prevedono il pagamento al gestore di una commissione di performance *anche* nel caso di performance negative, purché superiori ai rispettivi *benchmark* di un delta definito contrattualmente e questo meccanismo di remunerazione esprime meglio di ogni altro commento il senso della rilevanza "politica" del *benchmark* nella gestione dei fondi pensione.

L'utilizzo congiunto di *benchmark* e di TEV troppo stringenti porta, però, alla necessaria conseguenza della impossibilità di battere il mercato e, quindi, all'annichilimento del concetto di gestione "attiva" (2) o, peggio ancora, all'annullamento del concetto di gestione "tout court".

Tralasciando le considerazioni matematico-statistiche per tornare a quelle di natura organizzativa, in fin dei conti, quando John Templeton, un gestore fondamentalista passato alla leggenda per il suo eccezionale *track record*, una volta disse che "*gli investimenti li fanno gli uomini e non i comitati d'investimento*", probabilmente faceva un riferimento implicito al

dibattito su questo tema appare molto carente in Italia. Su questo tema di veda "What is wrong with tracking error?", paper on line di Brandwyne Asset Management.

3) Su questo tema si veda l'ottimo lavoro di Massimiliano Orioli e Marco Ratti, *Les liasons dangereuses. L'indicizzazione di un fondo azionario italiano*, Quaderno Aiaf nr. 100, Luglio 2000

problema psicologico (che ho prima descritto) che inibisce a qualunque struttura di gestione burocratica di realizzare aggiustamenti "anomali" e radicali nelle strategie d'investimento. Per questa ragione, quando un'organizzazione di gestione riesce a riconoscere di non avere al suo interno un uomo con il carisma e le qualità di John Templeton, l'utilità di regole "sistematiche" (ovverosia "meccaniche", sia fondamentali, sia tecnico/statistiche) per la gestione della percentuale d'investimento e per la decisione estrema di quando uscire completamente, o almeno sostanzialmente, dal mercato azionario rappresentano strumenti di gestione di valore *inestimabile* ai fini della preservazione del capitale in situazioni di tracimazione progressiva dei mercati azionari come quella – ma è solo l'esempio temporale più recente – sperimentata a livello internazionale negli anni 2000-2001. Infatti, tramite la definizione di una disciplina operativa definita *ex ante*, tali regole possono imporre decisioni radicali d'investimento di cui nessun soggetto potrebbe/vorrebbe prendersi discrezionalmente la responsabilità all'interno della sua organizzazione. Se si considera l'ampiezza dell'impatto che una tracimazione dei mercati azionari, quale quella registrata negli anni 2000-2001, determina sui rendimenti dei portafogli azionari e si considera, altresì, la natura ricorsiva dei fenomeni di correzione dei mercati finanziari, le risorse intellettuali che vengo profuse per ottimizzare i processi di indicizzazione dei fondi (3), nella pia illusione di padroneggiare il rischio di portafoglio in questo modo, appaiono,



in un certo senso e senza offesa per nessuno, assolutamente ridicole ed improntate a devastante conformismo. E ciò perché appare evidente che, per quanto apparentemente ineluttabile (ma solo a causa delle ragioni psicologiche e politiche prima descritte), il processo di indicizzazione dei fondi, lungi dal consentire una gestione effettiva del rischio di portafoglio, fa perdere di vista il quadro complessivo delle reali variabili che determinano il rischio (4).

Chi concorda con questa valutazione dovrebbe anche concludere che la ricerca sui metodi quantitativi per la gestione di portafoglio andrebbe ri-orientata in tutt'altra direzione, se il suo obiettivo vuole essere veramente quello della gestione efficace del rischio di portafoglio, inteso come rischio di *drawdown*.

La mia opinione è, quindi, che le performance spesso deludenti dei fondi comuni non siano necessariamente figlie dell'incompetenza dei gestori.

L'evidenza mi induce a credere che siano conseguenze obbligate e necessarie dei condizionamenti psicologici, culturali, organizzativi e politici che subiscono negli organismi di gestione entro cui essi operano.

Per affrontare costruttivamente il problema non serve, quindi, il moralismo spicciolo che troppo spesso ha fatto bella mostra di sé sulla stampa economica. È assai più costruttivo ripensare criticamente gli aspetti organizzativi e motivazionali del mondo del risparmio gestito.

Ma il mondo del risparmio gestito avrà la capacità di generare spontaneamente questo processo di revisione critica ed esserne attore attivo? O dovranno

essere i suoi clienti istituzionali, quelli che hanno un rilevante potere negoziale nei confronti delle società di gestione, a decidersi di rifiutare i tradizionali (e quasi dogmatici) paradigmi di controllo e di valutazione delle performance e del rischio di portafoglio? O capi ed i quadri Fiat dovranno fare un'altra marcia dei 40.000 perché non si riconoscono nelle politiche d'investimento del loro fondo complementare?

### La risposta sbagliata ad un problema reale

La delusione ed il bisogno di "sicurezza" dei risparmiatori hanno spinto l'industria del risparmio gestito ad proporre, a modo suo, delle soluzioni "rassicuranti" ed hanno rilanciato l'interesse per i prodotti finanziari cosiddetti "a capitale garantito". Le statistiche sulla raccolta dei fondi denotano un successo crescente di questi prodotti finanziari. Per come mi sono precedentemente espresso, è evidente che ciò che ritengo rilevante nella progettazione e nell'implementazione di prodotti finanziari innovativi è la loro sostanza di un migliore rapporto rischio/rendimento rispetto a prodotti più tradizionali da offrire ai sottoscrittori e non certo l'effetto placebo o l'illusione ottica che possono trasmettere ai risparmiatori. Alcuni recenti prodotti finanziari a capitale garantito, invece, puntano tutto il loro *appeal* sull'effetto placebo e l'illusione ottica che possono trasmettere, trattando i risparmiatori come dei veri e propri ritardati mentali. Prendiamo, ad esempio, le cosiddette "obbligazioni strutturate a capitale

garantito" che abbinano *zero-coupon bond* ad opzioni su indici, azioni o fondi. Oggi queste obbligazioni sono vendute con la suadente motivazione (trascrivo da una pubblicazione promozionale specializzata di una grande banca) di "far fronte all'esigenza di abbinare alla garanzia del capitale i vantaggi della gestione attiva di portafoglio". Come funzionano questi prodotti, in vera sostanza? In sostanza investono una frazione minoritaria del capitale (ad esempio il 15%) in attività d'investimento rischiose e la restante parte (ad esempio l'85%) in un'obbligazione a tasso fisso sotto forma di *zero-coupon bond*. Il sottoscrittore è indotto a detenere

#### NOTA

4) Ma a quale concetto di rischio ci riferiamo? Il concetto rischio di portafoglio che, a mio avviso, va prioritariamente presidiato è soprattutto quello di *drawdown*, cioè il rischio di perdite del valore del portafoglio dai massimi valori raggiunti. Nella filosofia di portafoglio oggi dominante nei fondi comuni il concetto di rischio da presidiare è quello della volatilità rispetto ai *benchmark* di riferimento, prescindendo dall'andamento di tali *benchmark*. La maggiore facilità ed il formalismo matematico con la quale è possibile controllare questo secondo concetto di rischio rispetto al primo ed il malinteso senso di sicurezza che queste facilità e formalismo possono infondere fa sì che questo secondo concetto di rischio sia assunto a predominante definizione di rischio. Con le inevitabili implicazioni gestionali.





l'obbligazione per tutto il tempo necessario a che gli interessi generati dall'obbligazione stessa riportino il capitale al valore di 100. Ad esempio, uno *zero-coupon bond* emesso ad 85 con un interesse annuo composto del 3,3% è rimborsato a 100 in circa cinque anni. Cosicché allo sprovveduto risparmiatore viene assicurato che, se egli immobilizza i suoi capitali per almeno 5 anni il suo capitale viene integralmente garantito anche sotto lo scenario di borsa più catastrofico (ovverosia, anche se tutto il 15% allocato in attività rischiose è completamente perso). Nessuno spiega in dettaglio al risparmiatore che il capitale viene ricostituito semplicemente con gli interessi generati dalla obbligazione ed in ciò non c'è nulla di magico. E che, considerazioni fiscali a parte (questi prodotti vengono talvolta proposti sotto forma di polizze assicurative), egli semplicemente potrebbe comprare in proprio una obbligazione per l'85% dell'investimento che ha programmato e sottoscrivere prodotti azionari e/o derivati per il 15%, ottenendo lo stesso identico risultato del magico gestore senza pagare le commissioni sul 100% del capitale. Qual è il reale valore aggiunto offerto al risparmiatore dalla *security industry* con questo esercizio di alto illusionismo finanziario? Ovviamente, fintanto che l'industria del risparmio gestito dedica tempo e

risorse per sviluppare prodotti-placebo come le obbligazioni strutturate a capitale garantito basate sugli *zero-coupon bond*, la sua credibilità di lungo termine può soltanto ridursi agli occhi dei risparmiatori anche se l'illusione ottica di breve termine può consentire una ricca messe di commissioni.

### Considerazioni finali sulla trasparenza

Esistono macellai che si dichiarano vegetariani? Non si può escludere che qualche caso possa verificarsi ma, con tutta probabilità, gli obiettori di coscienza vegetariani sono una netta minoranza nella categoria dei macellai. Quanti sono gli "obiettori di coscienza" tra i gestori dei fondi comuni? E quanti di essi, invece, si dedicano ad una dieta carnivora, ovverosia investono nei fondi che essi stessi gestiscono? Se la maggioranza di essi praticasse l'obiezione di coscienza vegetariana, ci sarebbe da preoccuparsi, non credete? E, allora, perché non fornire questa informazione nel Prospetto Informativo dei fondi? Il vostro gestore investe, e quanto della sua ricchezza personale, nel fondo che egli stesso gestisce? Non che egli sia tenuto ad investire nel fondo che gestisce ma, se lo fa, ciò rappresenta un elemento di fiducia nelle sue stesse capacità che può essere sicuramente apprezzato dal sottoscrittore. Questa, ad esempio, è una consuetudine sempre più diffusa nei fondi chiusi di *private*

*equity* che presentano un profilo di rischio sicuramente più elevato dei fondi comuni. Adam Smith (1723-1790), per illustrare il concetto della "mano invisibile" nel suo classico *La Ricchezza delle Nazioni*, con una metafora volta ad esaltare le virtù allocative del libero mercato spiega che il benessere dei cittadini non dipende dalla benevolenza del macellaio ma dalla sua capacità di perseguire i suoi interessi economici. Tuttavia, sarebbe utile sapere se il macellaio di fiducia si abbassi a mangiare la stessa carne che vende ai suoi clienti (o se ne riservi, invece, qualche taglio più pregiato) perché le virtù allocative del libero mercato sono esaltate dalla sua trasparenza. Questo non è un banale pettegolezzo, bensì un'informazione preziosa per decidere a quale macellaio affidare i nostri soldi e – in definitiva - preziosa per il nostro stesso benessere.

