

Salvatore Gaziano

# Bella la Borsa, peccato quando scende

L'arte di guadagnare (e perdere) con azioni, fondi, Etf, etc...  
dando retta (e non) a guru, giornalisti e gestori.

LA GUIDA N° 1 ALL'INVESTIMENTO VINCENTE CHE HA AIUTATO MIGLIAIA DI  
RISPARMIATORI IN QUESTI ANNI A TAGLIARE IL RISCHIO MA NON I RENDIMENTI.



SoldiExpert<sup>SCF</sup>



Ottenere un profitto senza rischio, un'esperienza  
senza pericolo e una ricompensa senza lavoro  
è impossibile come vivere senza essere nato.

Aldoph Philip Gouthey

*In copertina due orsi simbolo del ribasso nei mercati azionari. Dagli addetti ai lavori il mercato viene, infatti, giudicato "toro" (bull in inglese) nelle fasi di rialzo, mentre per mercato "orso" (bear in inglese) si intende una fase ribassista. L'origine linguistica di questa simbologia trae origine secondo la leggenda dal comportamento degli animali rappresentati: il toro solleva il suo avversario verso l'alto con le corna. In un mercato toro dunque le quotazioni ed i prezzi si muovono al rialzo, grazie all'euforia d'acquisto degli operatori di Borsa. Al contrario, l'orso atterra l'avversario con una zampata verso il basso, proprio come accade in un mercato ribassista. Dove gli operatori, prevedendo un declino dei prezzi, con i loro ordini di vendita fanno scendere le quotazioni.*

Salvatore Gaziano

# Bella la Borsa, peccato quando scende

L'arte di guadagnare (e perdere) con azioni, fondi, Etf, etc...  
dando retta (e non) a guru, giornalisti e gestori.

Per eventuali commenti scrivete a: [controluce@borsaexpert.it](mailto:controluce@borsaexpert.it)  
oppure inviate un fax allo 02 700562002.

**Tutte le informazioni sui servizi di consulenza di Borsa Expert  
sono disponibili su [www.borsaexpert.it](http://www.borsaexpert.it)  
Per maggiori informazioni sui servizi potete contattare il servizio clienti  
al Numero Verde 800 031588.**

**Se non siete già registrati al sito [www.borsaexpert.it](http://www.borsaexpert.it) potete farlo inviando  
una e-mail a: [controluce@borsaexpert.it](mailto:controluce@borsaexpert.it) e riceverete così eventuali aggiornamenti  
del libro e la nostra newsletter gratuita.**

## Introduzione

**E'** il momento di comprare in Borsa? O è il momento di uscire e prendere profitto dei forti guadagni accumulati in questi anni? Dove andrà il mercato azionario? Prima di entrare sul mercato non sarebbe meglio aspettare una forte discesa dei prezzi? E ai massimi perché non si è venduto tutto? Quale rendimento aspettarsi dalla Borsa il prossimo anno? Infine, dove può arrivare quel titolo come prezzo obiettivo? Di fronte a queste ricorrenti domande ho deciso con questo libro di provare a dare la mia risposta scritta e motivata.

“Non lo so” potrebbe essere in estrema sintesi la mia risposta complessiva. Ma per non apparire poco preparato professionalmente o (peggio) senza idee, visione o metodo, ho impiegato diverse centinaia di pagine per dimostrare (argomentando senza risparmiarmi come vedrete attraverso la testimonianza personale ma anche di centinaia di articoli e saggi sull'argomento) la mia risposta che potrebbe essere scambiata anche per pura idiozia o totale ignoranza. Una colpa grave per alcuni visto l'attività che svolgo di consulente e giornalista finanziario. Incarichi che presupporrebbero, secondo molti risparmiatori e addetti ai lavori, una risposta precisa a tutte le domande sull'argomento e una linea diretta speciale con il futuro. Un futuro che per un esperto di Borsa evidentemente non dovrebbe avere segreti secondo questa opinione prevalente alimentata purtroppo dai tanti “guru” (e dai mass media che li incalzano) che sembrano avere una risposta definitiva su tutto.

Battute a parte (ma non troppo), il contenuto di questo libro vuole rispondere proprio alle ricorrenti domande di molti investitori: l'andamento dei mercati è prevedibile? Se, sì quali sono le tecniche migliori? Quali sono le fonti più affidabili per interpretare la possibile evoluzione dei prezzi? Ci si può fidare ciecamente dei prodotti offerti da banche e promotori? Quale peso dare alla Borsa all'interno del proprio patrimonio? Secondo John Templeton, uno dei più grandi money manager, “un investitore che ha tutte le risposte, forse non ha capito la domanda”. E come cercherò di dimostrare nelle prossime pagine di certezze as-

## Introduzione

solute nei mercati finanziari non ce ne sono molte. “Vedo la Borsa esposta alla stessa maledizione che colpisce i casinò”. A dire queste parole più di un secolo fa Friedrich Nietzsche, il filosofo del “pensiero debole”. Un segno che l'imprevedibilità dei mercati finanziari è sempre esistita. Chi dice quindi di aver trovato la “formula magica” per guadagnare in tutte le condizioni spesso è un (poco) adorabile bugiardo come chi vuole convincervi di riuscire sistematicamente a vendere ai massimi e comprare ai minimi. Ma fra le “leggi” che è bene conoscere nei mercati finanziari, sicuramente avere chiara la psicologia degli investitori può essere un grande vantaggio. Lo schema euforia-depressione ha mostrato, infatti, in questi secoli di ripetersi ciclicamente in tantissime varianti ma rispettando sempre una certa “ritualità” a dimostrazione che dietro ai mercati e alle Borse c'è sempre il comportamento “seriale” di migliaia di investitori che seguono come un pendolo ora le proprie paure, ora le proprie avidità. Con intorno lo sfondo sempre diverso (ma sempre uguale) del comportamento rituale di molti giornali, economisti, analisti (tecnici o fondamentali), venditori di fondi, capitalisti di ventura e banchieri d'affari.

Cercare di conoscere il funzionamento dei mercati finanziari non credo sia un'attività oziosa e da disdegnare come talvolta capita di sentirmi dire da chi pensa di risolvere il problema della gestione finanziaria, affidandosi in toto a qualcun altro. “Tutti possiedono le capacità mentali necessarie per fare soldi in Borsa. Ma non tutti hanno voglia e fegato sufficienti” ha scritto Peter Lynch, uno dei più grandi gestori di fondi di tutti i tempi. Saper gestire bene i propri soldi credo perciò non sia solo un diritto ma anche un dovere.

“Il denaro è libertà stampata” fa dire Fëdor M. Dostoevskij a uno dei suoi personaggi. Se speso e investito bene può consentire di realizzare i propri desideri: fare la vita che si desidera. La migliore forma di successo possibile.

La letteratura e la storia sono zeppe, infatti, di grande fortune famigliari distrutte per negligenza o incapacità di gestione finanziaria. Ne “Il giardino dei cilie-

## Introduzione

gi” di Cechov i colpi di scure che si abatterono sui rami e sulla fortuna della famiglia Ranevskaja non furono opera del comunismo (come ricorda l’economista Robert Shiller) ma del libero mercato: nessuno si era preoccupato di salvaguardare il patrimonio. Anzi i consigli interessati (un evidente caso di “conflicto d’interesse”) di Lopachin, figlio del vecchio servo, mercante arricchito e simbolo della nuova società che stava prendendo piede, ottengono l’effetto di permettergli di acquistare la storica dimora e, scacciati i vecchi padroni, abbattere i ciliegi del giardino. Una metafora ancora moderna di come a seguire i consigli sbagliati e a disinteressarsi della “roba” si possa far la fortuna degli altri ma non la propria. Nel Talmud, il trattato che rappresenta il fondamento della pratica religiosa ebraica, si spiega che “chi vuole diventare sapiente, si deve occupare delle leggi del denaro”. E questo consiglio si rivela sempre più prezioso per i risparmiatori che hanno capito a loro spese quanto può costare caro affidare le proprie scelte senza alcun filtro a terzi o fidarsi ciecamente, senza disciplina, dei consigli “caldi” del momento.

Il lettore che leggerà questo libro condividerà perciò con me diverse riflessioni sull’argomento anche critiche e talvolta “contrarian”. E non leggerà verità rivelate o senza discussioni. Ma fra le cose che mi farà più piacere ottenere con questa pubblicazione c’è il Suo parere, commento o critica. Che potrà inviare alla mia casella postale [s.gaziano@borsaexpert.it](mailto:s.gaziano@borsaexpert.it)

Questa edizione speciale riservata a un numero ristretto di lettori, clienti, appassionati e amici nasce proprio con questo obiettivo. E si vorranno perdonare alcuni eventuali errori o imprecisioni (sempre dietro l’angolo quando si scrivono di getto centinaia di pagine) che nella prossima edizione (che dovrebbe essere distribuita anche nelle librerie) saranno in misura più ridotta. La perfezione (quando si parla di mercati finanziari) non esiste...

*Buona lettura!*





# Sommario

INTRODUZIONE	pag. 5
<u>CAPITOLO 1</u> <b>Meglio essere maratoneti che scattisti.</b>	pag. 11
<u>CAPITOLO 2</u> <b>Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?</b>	pag. 33
<u>CAPITOLO 3</u> <b>L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...</b>	pag. 53
<u>CAPITOLO 4</u> <b>In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare. Vendere in perdita: quando conviene.</b>	pag. 79
<u>CAPITOLO 5</u> <b>Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari. Troppe operazioni fanno male al portafoglio (e al cuore).</b>	pag. 103
<u>CAPITOLO 6</u> <b>Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.</b>	pag. 123

# Sommario

## CAPITOLO 7

**Sale, anzi scende, ora crolla.**

**Fenomenologia delle bolle speculative.**

pag. 181

## CAPITOLO 8

**Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.**

pag. 207

## CAPITOLO 9

**Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?**

pag. 227

## CAPITOLO 10

**A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

pag. 281

RINGRAZIAMENTI

pag. 307

BIBLIOGRAFIA

pag. 311

# Meglio essere maratoneti che scattisti.

**In Borsa imparate dagli errori altrui.**

**La vita è troppo breve per riuscire a commetterli tutti di persona.**

Jane Bryant Quinn

*Quali sono le regole principali da rispettare per non farsi travolgere dai mercati? Come scegliere la miglior asset allocation, ovvero composizione del proprio portafoglio? Quali sono gli errori da evitare? Come giudicare l'andamento della propria gestione? E' giusto scegliere un fondo, un portafoglio o una gestione soprattutto in base alle performance realizzate nel passato? Quale strategia ci può consentire di realizzare meglio i nostri obiettivi di rivalutazione del capitale? E' possibile "tagliare" veramente le perdite? Affidarsi a un fondo (o a una gestione) è veramente la soluzione migliore come scrivono in modo perentorio molti giornali specializzati? Più si opera e si movimentata il proprio capitale in azioni, maggiori sono le possibilità di guadagnare con una gestione dinamica? Come si individuano i titoli più "attraenti"? E' giusto investire in azioni parte del proprio patrimonio?*

Sono queste le domande classiche che si pone la maggior parte dei risparmiatori, cercando una risposta non sempre facile da individuare.

Domande a cui si cercherà di rispondere in una serie di capitoli per costruire una sorta di manuale allo scopo di evitare errori e guardarsi dai luoghi comuni sull'investimento in Borsa.

Con risposte che riflettono le opinioni e l'esperienza dell'autore. Un punto di vista totalmente indipendente visto che il sottoscritto non vende fondi o gestioni e non riceve commissioni di alcun tipo da nessuna banca o società di intermediazione per proporre, segnalare, gestire o collocare alcun prodot-

## CAPITOLO 1

to del “risparmio gestito”. Da molti anni la mia attività principale è, infatti, quella di fornire consulenza in modo indipendente a privati risparmiatori per la gestione dei propri risparmi attraverso la società Borsa Expert (il cui sito è [www.borsaexpert.it](http://www.borsaexpert.it)).

Il Cliente opera liberamente con la propria banca o sim e non sposta una lira (pardon, euro) dai propri conti; riceve in cambio della consulenza richiesta (e di un canone annuo) indicazioni operative chiare e facili da replicare.

Un'attività che affianco a quella editoriale, collaborando anche a diversi giornali e siti Internet, sempre su tematiche economico-finanziarie.

Ma nonostante mi occupi di questi argomenti dal 1985 e i portafogli da me consigliati nel tempo abbiano nettamente sovraperformato<sup>1</sup> il mercato di decine di punti percentuali, mi preme sottolineare che tutto quanto è esposto in questo libro non è la Verità Senza Discussioni. Non possiedo purtroppo (contrariamente ad alcuni del ramo) verità rivelate che mi autorizzino a farmi passare per un guru: non conosco, infatti, quanto quoteranno gli indici di Borsa fra una settimana, alla fine dell'anno o al principio del prossimo decennio o formule tali da scovare in modo infallibile le azioni che saliranno di più, senza sbagliare un'operazione e senza collezionare una serie di perdite consecutive. Una premessa indispensabile per continuare a leggere le prossime pagine e il punto di vista riportato, che è rigorosamente fondato su opinioni personali. Per quanto corroborato da numerose testimonianze, statistiche, dati, citazioni, storie, studi.

A ciascun lettore, quindi, la possibilità di farsi un'opinione sull'argomento, confrontando la propria esperienza (e conoscenza) con quanto ho raccolto in queste pagine, distillando molte letture e soprattutto esperienze operative.

<sup>1</sup> Il primo servizio di portafogli consigliati (portafoglio Conservatore) lanciato nel 18/2/1999 col nome Borsa Italia Report aveva ottenuto a fine ottobre 2001 un rendimento del +115% contro una perdita dell'indice Mibtel nello stesso periodo del -8,21%. Successivamente dal 01 gennaio 2002 il portafoglio analogo (Difensivo) lanciato da BorsaExpert ha ottenuto un rendimento a fine ottobre 2006 del +140,26% contro una crescita dell'indice Mibtel nello stesso periodo del +35,4%. Per visualizzare tutti i portafogli di BorsaExpert e visionarne le performance storiche (comprese quelle di azioni, fondi ed etf) è possibile accedere alla pagina [www.borsaexpert.it/performance.pdf](http://www.borsaexpert.it/performance.pdf)

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

### **Guardate il bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto?**

“Il pessimista è un uomo che, dovendo scegliere fra mali diversi, vorrebbe che non gliene mancasse nessuno” scriveva Viktor de Kowa e questa definizione ben si adatta a quegli investitori costantemente preoccupati delle oscillazioni dei mercati borsistici.

Persone che francamente dovrebbero totalmente scansare per il proprio equilibrio economico e psichico l'investimento azionario.

Se fate parte della schiera di coloro che “vedono nero”, la Borsa, come luogo per investire i vostri risparmi, potrebbe apparirvi come Sodoma e Gomorra per un morigerato. Un luogo altamente sconsigliato quindi per coloro che si lasciano condizionare negativamente da una serie di eventi infiniti sempre dietro l'angolo come:

- a) gli alti e bassi dell'economia;
- b) l'aumento del prezzo del petrolio o del prezzo del caffè o di qualsiasi altra commodity;
- c) l'importazione record di scarpe cinesi ovvero l'emergere o l'affondare di una nuova potenza economica mondiale;
- d) le parole del solito guru che prevede la fine delle Borse con un crollo mondiale;
- e) la delusione di scoprire che su quel titolo non si è usciti ai massimi ed era meglio tenerlo;
- f) la constatazione che non si detiene (con una quota cospicua) proprio quel fondo d'investimento (fra gli oltre 5.700 collocati solo in Italia) che quest'anno ha ottenuto un rendimento stellare.

Queste categorie di investitori sono i più fragili e anche a questi consigliamo la lettura di questo libro consci che potremmo apparire antipatici e controcorrente. Ma sicuramente sinceri.

Ma il lato infido dei mercati finanziari è che spesso attirano le loro vittime perdenti preferite, illudendole con guadagni facili e immediati. In luogo del serpente tentatore la parte è spesso recitata da qualche esperto, promotore fi-

## CAPITOLO 1

nanziario, bancario o amico che fa balenare la possibilità di far fruttare in modo facile e indolore il capitale. In tempi di Borsa al rialzo, poi, non è difficile azzeccare l'operazione in guadagno. Tutto sale e spesso chi meno sa, più si lancia in operazioni ardite. Quanto basta per chi ha un ego smisurato per pensare di essere diventato un genio della finanza.

Ci sono poi i sognatori a occhi aperti: coloro che rinfrenati dai successi finanziari immediati pensano già di mollare tutto (e talvolta lo fanno veramente) per dedicarsi esclusivamente al trading on line. Perché uscire di casa ogni mattina, fare lunghi spostamenti, subire un capo odioso se con pochi clic si può guadagnare ogni giorno l'equivalente dello stipendio mensile?

Molti anni fa si poteva scambiare questa possibilità (pochissimi riescono a trasformare con successo questo sogno in realtà) come un impeto e sogno giovanile. L'esperienza ci dice, invece, che molti neo-pensionati rincorrono questo mito riveduto e corretto della nuova "pietra filosofale", quella che avrebbe permesso agli alchimisti nel Medio Evo di trasformare il piombo in oro. Inutile dire che la Borsa è terreno per chi sa vedere il bicchiere mezzo pieno (e non mezzo vuoto) e ha un atteggiamento positivo come chi si appresta a disputare una partita a scacchi e sa che per vincere (il risultato finale) occorrerà anche sacrificare qualche pezzo.

Ma la Borsa è anche un terreno adatto più per i maratoneti (chi sa sopportare la fatica di affrontare un lungo viaggio non sempre agevole) che per gli scattisti (il traguardo del breve termine). Non si è mai visto nessuno speculatore o investitore, infatti, che sia in grado di prevedere con sicurezza i movimenti a breve della Borsa e se dobbiamo trarre qualche lezione dalla storia è che l'investitore di successo è quello che ha una strategia e la segue non per qualche mese ma per qualche lustro, incurante degli eventi negativi.

Peter Lynch<sup>2</sup>, uno dei più grandi investitori di tutti i tempi, ne aveva com-

<sup>2</sup> Peter Lynch è stato dal 1977 al 1990 il gestore del Magellan Fund, diventato grazie alla sua gestione il più grande fondo comune di investimento degli Stati Uniti: in quegli anni, il fondo ha reso in media ai sottoscrittori il 20% all'anno. 1000\$ investiti nel 1975 nel Magellan Fund, sono diventati nel 1990 368.947\$, grazie all'abilità di Lynch nello scegliere le azioni su cui puntare e alla sua disciplina nel processo di investimento.

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

pilato una lista oltre 15 anni fa che è ancora attualissima, esortando gli investitori di successo a non lasciarsi condizionare dalla lettura dei giornali che con i listini in ribasso trovano fra queste cause sempre una ragione valida per giustificare qualsiasi evento borsistico: *“il riscaldamento o il raffreddamento del pianeta, la malvagità o la caduta dell'impero sovietico, la recessione, l'inflazione, l'analfabetismo, l'alto costo delle cure sanitarie, i fondamentalisti islamici, il deficit pubblico, la fuga dei cervelli, la guerra tribale, il crimine organizzato, il crimine disorganizzato, gli scandali sessuali, gli scandali finanziari, gli scandali sessuali e finanziari insieme. Persino le pagine sportive possono farvi mettere in apprensione”*.

Rispetto a questa lista di 15 anni fa manca solo il “pericolo cinese”, che ha sostituito quello sovietico, ma per il resto è completa.

Il consiglio è quindi di non farsi distogliere dalle preoccupazioni del mondo quando vi state occupando dei vostri soldi e di come investirli al meglio. Più che ottenere performance “incredibili” in un breve lasso di tempo grazie a qualche operazione azzeccata, infatti, conta dare continuità ai propri risultati nel tempo, sopravvivendo alle “brutte stagioni”. Più che le performance eccezionali per qualche operazione conta invece ottenere nel tempo una continuità di rendimenti positivi mettendo in conto anche operazioni in perdita e fasi di “inspiegabile” prolungata discesa dei mercati. Ricordandosi che negli investimenti prevale sempre la logica della formica rispetto a quella della cicala: vincono gli accumulatori, perdono gli speculatori, quelli della “botta e via”.

Quasi impossibile trovare fra le classifiche delle persone più ricche al mondo possessori di obbligazioni o trader on line; più facile trovare fra i “milioniari” della porta accanto persone normali<sup>3</sup> capaci di risparmiare e investire con pazienza e tenacia e che hanno trovato il loro equilibrio prima di tutto nell'attività lavorativa svolta.

<sup>3</sup> Sull'argomento della creazione della ricchezza può essere interessante leggere “Millionaire Next Door” scritto da Thomas J. Stanley e William D. Danko che racconta, attraverso 20 anni di interviste, i segreti dei milionari americani di provincia. Persone che rivelano spesso una cultura opposta a quella del consumismo e dell'ostentazione e che vivono quasi sempre al di sotto dei loro mezzi.



## Il potere della capitalizzazione composta.

Chi vuol diventare milionario (o restarlo) farebbe bene a comprendere il potere del rendimento composto e l'importanza di:

- a) non guardare al breve periodo ma al lungo in termini di rendimenti di Borsa;
- b) cercare di ottenere nel tempo rendimenti uguali o superiori all'andamento del mercato (i cosiddetti benchmark);
- c) anche pochi apparenti "punti" percentuali sopra l'asticella possono cambiare in modo radicale la vostra tranquillità e sicurezza finanziaria;
- d) prima si inizia a investire e più si risparmia e maggiore sarà il "bottino" finale.

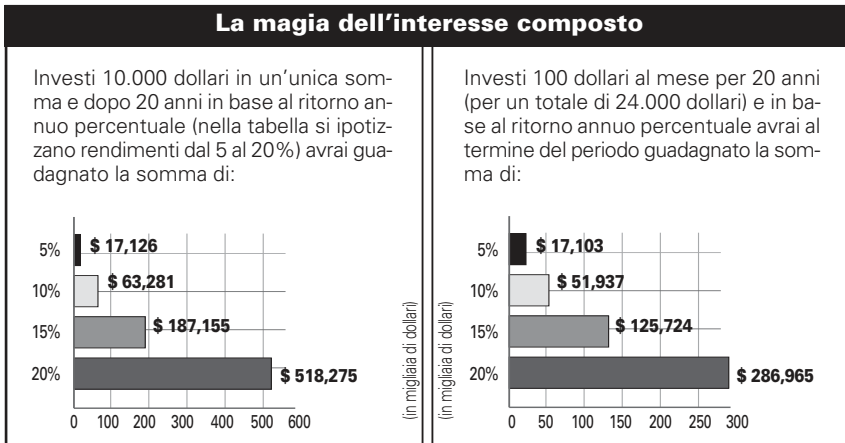
Per spiegare il potere del rendimento o della capitalizzazione composta, più di 8 secoli fa il matematico Leonardo Fibonacci<sup>4</sup> detto Pisano scrisse un'opera capitale nella storia del pensiero umano, il *Liber Abaci*, dove per far comprendere il rendimento composto si racconta la leggenda della scacchiera.

*“Vuole, infatti, una nota leggenda che l'inventore del gioco degli scacchi chiedesse al principe al quale lo offriva un'inusuale ricompensa: un chicco di grano per la prima casella, due per la seconda, quattro per la terza, otto per la quarta e così via sempre raddoppiando fino a giungere all'ultima casella della scacchiera, la sessantaquattresima. L'apparente modestia della richiesta, un po' di chicchi di grano, indusse l'incauto principe ad acconsentire al desiderio dell'inventore senza riflettere. Mal gliene incolse, perché la quantità dei chicchi di grano eccedeva non solo quanto era contenuto nei granai del regno, ma quanto frumento tutta la Terra potesse dare, quand'anche fosse stata tutta coltivata a grano”.*

<sup>4</sup> Fibonacci (Leonardo), detto Leonardo Pisano, matematico italiano (Pisa 1175 circa - 1240 circa) viene considerato il più grande matematico del medioevo, il maggior genio scientifico del XIII secolo in Italia. A lui si deve l'introduzione della serie numerica che oggi porta il suo nome (i numeri di Fibonacci) e che si riscontra in numerosi esempi in natura. Tra questi, l'approssimazione del Rapporto Aureo. Questi numeri vengono utilizzati anche nell'analisi grafica per calcolare i ritracciamenti dei prezzi di Borsa. Fra le caratteristiche più interessanti di questa serie ricordiamo che il rapporto fra ciascun termine e quello successivo tende a 0.618, mentre il rapporto di termini alterni tende a 0.382.

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

Tabella 1



Non stupirà quindi sapere che Albert Einstein una volta indicò l'interesse composto come *“la più grande scoperta di tutti i tempi”*.

*“Trascurando la variabile dei tassi di interesse, che non dipende da noi ma dai mercati di riferimento - osserva Gianluca Marzoli sul sito Soldionline in un intervento pubblicato il 21 ottobre 2004 - per costruire un certo capitale è necessario mettere da parte tanti soldi per poco tempo, oppure pochi soldi per tanto tempo”*.

Un problema che si trovano ad affrontare non solo (come alcuni credono) i fanatici della Borsa o i “turbo-capitalisti”. Continua Marzoli, infatti: *“L'aumento dell'età media della popolazione sta costringendo tutti gli stati occidentali a rivedere le generose leggi sulle pensioni, possibili fino a poco fa grazie a calcoli ormai irrealistici. Le prospettive di vita delle future generazioni, per fortuna sempre in miglioramento, imporranno ulteriori aggiustamenti.*

*Questa nuova situazione, unita al calo dei rendimenti dei titoli di stato su livelli ormai strutturalmente più bassi, ha creato un nuovo modo di concepire il risparmio in generale e in particolare una nuova situazione nell'età del ritiro dal mondo del lavoro. Fino a qualche anno fa lo Stato garantiva al lavoratore una pensione adeguata, per alcuni addirittura generosa, dopo relativamente pochi anni di contribuzione. Assieme all'alto rendimento di Bot e Cct, significava un futuro tranquillo per il neo pen-*

## CAPITOLO 1

- sionato. Questa situazione non esiste più. Ora le pensioni sono divise in tre categorie:*
- A) sistema retributivo – per chi al 31/12/1995 aveva almeno 18 anni di contributi;*
  - B) sistema misto – per chi al 31/12/1995 era già iscritto all'INPS ma non aveva 18 anni di contributi;*
  - C) Sistema contributivo – per chi si è iscritto all'INPS dal 01/01/1996.*

*Per chi è nel sistema A valgono le vecchie generose regole e quindi si può chiamare fortunato: la sua pensione sarà approssimativamente attorno all'80% dell'ultimo stipendio. Per chi è nel sistema B valgono in parte le vecchie regole e in parte le nuove: la sua pensione si aggirerà approssimativamente intorno al 50% dell'ultimo stipendio. Per chi è nel sistema C sono dolori: la pensione verrà calcolata sui contributi versati durante tutta la sua vita lavorativa, per cui approssimativamente avrà intorno al 30% dell'ultimo stipendio. E' chiaro che per chi cade nei sistemi B e C è assolutamente necessario accantonare una parte dei propri guadagni per creare un capitale che servirà ad integrare le magre pensioni future”.*

Investire bene i propri risparmi non è quindi una “perdita di tempo” o qualcosa che non ci interessa e che possiamo “delegare totalmente” come alcuni erroneamente pensano.

Preoccuparsi di costruire un futuro sereno è quindi sempre più un diritto-dovere di ciascun risparmiatore: la Borsa non è la soluzione per tutti ma certamente un'opzione da valutare e conoscere nei pro e nei contro. “Ci penserò più avanti” è una classica obiezione delle “formiche”.

Osserva in proposito Marzoli: “però dobbiamo essere consapevoli di che cosa comporta rimandare. Per le leggi della capitalizzazione composta, il rimando è molto costoso.

*E' necessario capire bene un semplice concetto riassumibile in una formula:*

$$\text{Capitale} = \text{Soldi} \times \text{Tempo}$$

*Esempio:  $10 = 5 \times 2$  oppure  $10 = 2 \times 5$*

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

*Facciamo un esempio di costruzione di un capitale di 200.000 Euro a scadenza 65 anni, necessari per assicurarsi una rendita attorno ai 9.870 Euro all'anno secondo le ultime tabelle ministeriali.*

*Consideriamo l'indice Ibbotson Large Company Stocks come riferimento, il quale ha reso il 7,27% all'anno in termini reali durante il periodo 1926/2003, depurato dall'inflazione media del 3,1%. Per un cinquantenne, al quale mancano 15 anni alla scadenza, per ottenere il risultato sarà necessario un versamento di 7.264 Euro all'anno con un esborso totale di 108.960 Euro.*

*Per un trentenne, al quale mancano 35 anni alla scadenza, sarà possibile lo stesso risultato versando solamente 1.270 Euro all'anno per un esborso totale di 44.450 Euro. Una tale differenza è dovuta principalmente alla legge della capitalizzazione composta, cioè interessi su interessi, che ha un effetto dirompente sui rendimenti di lungo periodo. Se vogliamo avere un aiuto sostanziale dalla capitalizzazione composta, e quindi non sobbarcarci tutto il peso della costruzione del capitale sulle nostre spalle, agiamo per tempo”.*

Non vi stupirà sapere a questo punto che 50.000 euro investiti con un tasso di rendimento del 16,16% annuo in 20 anni si moltiplicano per venti (e diventano un milione di euro). Senza tenere conto di risparmi messi da parte anno per anno.

Impossibile ottenere rendimenti di questo tipo? Pochi lo sanno ma negli ultimi 20 anni Piazza Affari è salita del 1.080% circa (indice Comit Performance che tiene conto dei dividendi staccati) con un tasso di rendimento annuo del 13,13%. Patendo anche anni “durissimi” come il 1987 (-30,8% la performance dell'indice Comit), il 1990 (-23,2%), il 2001 e il 2002 (due anni consecutivi da -23%).

Ottenere un 3% in più di rendimento annuo (ovvero il 16,16%) significa aver trasformato 50.000 euro in un milione di euro invece che 590.000 euro (una cifra comunque non trascurabile). E vale la pena evidenziare come sia quasi incredibile (ma vero) il fatto finanziario che “soli” tre punti percentuali in più di rendimento annuo siano in grado di determinare una ricchezza

aggiuntiva di oltre 400.000 euro. Certo, i rendimenti passati non costituiscono garanzia di eguali risultati nel futuro (per quanto negli ultimi 70 anni il rendimento delle Borse mondiali è stato nella realtà del 12% annuo) ma questi dati dimostrano che l'investimento azionario può regalare molte soddisfazioni a patto di saper "stare al tavolo" anche nei "periodi negativi", consci che l'obiettivo più realistico (e raggiungibile) dovrebbe essere quello per un investitore non di guadagnare "tanto e velocemente" ma piuttosto puntare più modestamente a fare meglio dell'Indice o almeno a replicarlo. Scegliendo una strategia o un gestore che mostrino nel tempo la capacità di rispettare questo "mandato". A patto di saper stare al "gioco" e non uscire solo perché sono saltati i nervi...

### **Le azioni battono sempre i titoli obbligazionari. Ma occorre pazienza...**

Ma vale la pena affrontare il "tagadà" dei mercati borsistici? In termini di rischio il gioco vale la candela? La risposta è affermativa se si analizza il comportamento dei mercati azionari allontanando lo sguardo di qualche lustro, decennio o secolo. Risultati completamente diversi se l'orizzonte temporale si riduce a poche settimane, mesi o anni. Se siete nati con la camicia e possedete la fortuna di Gastone vi possono anche bastare i tempi "ridotti" ma questa circostanza è abbastanza rara. Se volete affrontare con successo il viaggio attraverso i mercati finanziari è quindi necessaria molta pazienza e disciplina. Il premio al "rischio" potrebbe essere adeguato e superiore comunque alla maggior parte delle alternative più tranquille. Sempre a patto di saper accettare i periodi di "mal di mare".

Un dollaro investito nel 1925 sull'indice MSCI World (l'indice composto dei mercati azionari mondiali) sarebbe diventato 1720 dollari a marzo 2003, cioè alla fine dell'ultimo ribasso, con un rendimento composto del 10,2% all'anno. Un dollaro investito nel 1925 in obbligazioni sarebbe diventato 60 dollari, sempre a marzo 2003, con un rendimento composto del 5,5% all'anno.

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

Rendimenti cumulati che per le azioni tengono conto sempre del reinvestimento del dividendo; tutte le analisi concordano che se l'investitore dovesse rinunciare alle cedole il solo corso secco delle azioni sarebbe alla fine deludente anche nel lungo periodo.

E' Jeremy Siegel lo studioso che ha maggiormente analizzato il comportamento delle azioni nel lungo periodo con la pubblicazione di diversi libri come "Stocks for the long run" e "The Future for investors" (in Italia la casa editrice Il Mulino ha pubblicato il primo volume col titolo "Rendimenti finanziari e strategie d'investimento").

Professore alla Wharton School dell'Università della Pennsylvania, Jeremy Siegel è il più convinto assertore del fatto che i titoli azionari siano l'investimento più redditizio e sicuro nel lungo periodo.

Ma quanto è lungo il lungo periodo? Mentre per l'economista John Maynard Keynes<sup>5</sup> questo tempo per gli economisti può arrivare (quando non sanno che pesci prendere) nell'aldilà, Jeremy Siegel ha misurato in base all'andamento di Borsa degli ultimi 2 secoli che le azioni, al contrario delle obbligazioni, non hanno mai generato rendimenti reali negativi per periodi di detenzione superiori ai 17 anni.

La Borsa viene vista come il luogo migliore per farsi una pensione e rivalutare il proprio capitale ma non per speculare. A chi lo ha accusato di essere il padre della Grande Bolla dei mercati azionari nel 2000 ha risposto: «*Non ho mai scritto che le azioni devono sempre e solo salire. Chi lo crede ha male interpretato il mio libro. Io ho provato che sui 30 anni un portafoglio diversificato di titoli azionari ha sempre battuto i bond o altri impieghi dal 1800 a oggi. Nessuno ha mai smentito le mie conclusioni*».

O come Siegel fa dire a un immaginario investitore: "*quando osservo le azioni nel brevissimo periodo mi sembrano così rischiose che mi chiedo perché mai qualcuno*

<sup>5</sup> "Questo *lungo periodo* è una guida ingannatrice negli affari correnti. Nel *lungo periodo* saremo tutti morti. Gli economisti si attribuiscono un compito troppo facile e troppo inutile se, in momenti tempestosi, possono dirci soltanto che, quando l'uragano sarà lontano, l'oceano tornerà tranquillo". J.M. Keynes, *La riforma monetaria*, Feltrinelli, Milano.

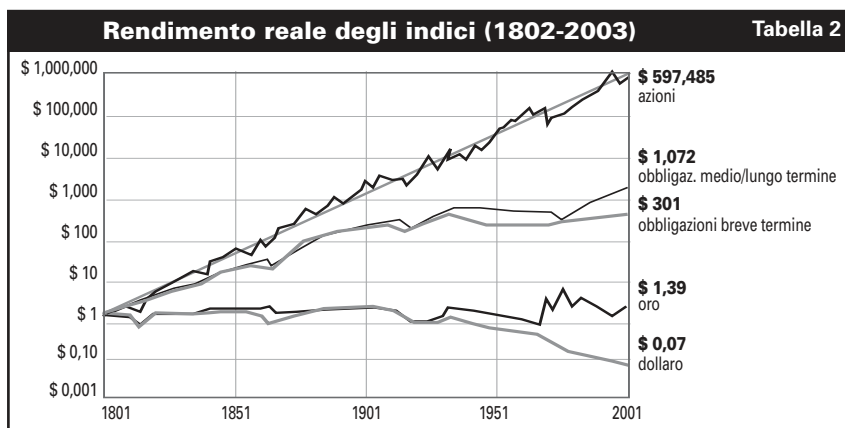
## CAPITOLO 1

*dovrebbe acquistarle. Nel lungo periodo, invece, la performance superiore delle azioni è così schiacciante che mi viene da chiedermi perché mai ognuno di noi non detiene solo titoli azionari”!*

Il grafico più importante per Jeremy Siegel è quello indicato nella Tabella 2 che è la sintesi di tutti i suoi studi sui rendimenti dei mercati finanziari. Esso mostra il ritorno cumulato totale (inclusi capital gain, dividendi e interessi) di azioni, obbligazioni a lungo e breve termine, oro, dollaro dopo che gli effetti dell’inflazione sono stati rimossi.

“Un singolo dollaro reinvestito in azioni dal 1802 è l’equivalente in potere d’acquisto a 597.485 dollari Usa alla fine del 2003, ben distante dai 1,072 dollari in obbligazioni o dai 300 dollari in Treasury Bills (l’equivalente Usa dei nostri Bot)” osserva Siegel nel libro “The Future for Investors”. E colpisce nelle statistiche il deprezzamento reale dell’oro, propagandato spesso come un valore rifugio certo. Un dollaro del 1801 in metallo giallo, depurato dall’effetto inflazione, vale poco di più dopo 2 secoli (1,39 dollari)!

Il peggior investimento è evidentemente il “materasso”: dopo 2 secoli l’erosione del potere d’acquisto ha ridotto il biglietto verde da “one dollar” con la faccia di George Washington a un valore effettivo di 7 centesimi.

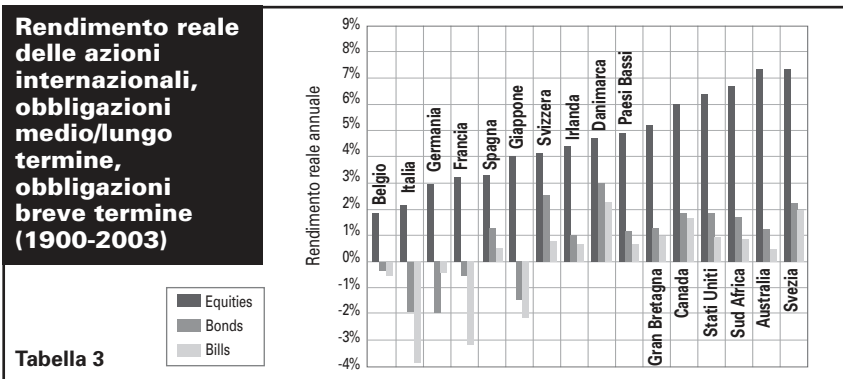


## Meglio essere maratoneti che scattisti.

Le statistiche si riferiscono ovviamente ai mercati azionari Usa dove è maggiore lo storico a disposizione ma la “morale” di Siegel si può applicare quasi a tutti gli investitori anche non residenti negli States. I rendimenti complessivi delle azioni superano in modo schiacciante quelli dei titoli a reddito fisso per qualsiasi periodo a lungo termine considerato. In base alla storia della Borsa americana il rendimento reale dei titoli azionari negli ultimi 2 secoli è stato di circa il 7% contro il 3,5% delle obbligazioni a lungo termine e il 2,9% delle obbligazioni a breve termine. Investire in azioni rispetto alle obbligazioni ha significato quindi per gli investitori un premio del 4% (equity premium) con una tendenza all’aumento: 1,9% fra il 1802 e il 1870, 3,4% fra il 1871 e il 1925, 6,2% fra il 1926 e il 2001.

### I rendimenti storici della Borsa italiana.

Secondo le analisi di Siegel il rendimento reale annualizzato nel periodo 1900-2003, è stato del 6,5% per le azioni negli Stati Uniti (contro il 2% scarso delle obbligazioni). Anche sul mercato italiano nello stesso arco di tempo le azioni hanno avuto un rendimento positivo (anche se di poco superiore al 2% rispetto all’inflazione) a fronte di un rendimento nettamente negativo per Cct e Bot (si veda Tabella 3).





## CAPITOLO 1

Per quanto confermata la superiorità delle azioni sulle obbligazioni anche sul mercato azionario italiano colpisce la differenza storica di rendimento reale rispetto a mercati finanziari più evoluti come quello americano, tedesco o dei paesi nordici.

La recente globalizzazione dei mercati finanziari avvenuta soprattutto nell'ultimo decennio, considerata da molti risparmiatori una iattura e qualcosa di negativo che pone Piazza Affari al traino di Wall Street, dovrebbe invece essere forse letta più correttamente come una benedizione.

Convergenza dei mercati, scambi elettronici, legislazioni sempre più coordinate, tutela maggiore degli azionisti di minoranza e autorità di controllo con mezzi sempre più potenti servono a rendere i mercati finanziari più trasparenti ed efficienti. Premiando il capitale di rischio, che invece in Italia è stato penalizzato per lunghi decenni da un capitalismo dei "salotti buoni"<sup>6</sup> dove gli esclusi, i risparmiatori, venivano trattati come polli da spennare come accade nelle Repubbliche delle Banane.

A cui si sono associati periodi (come alla metà degli anni '40 e alla metà degli anni '70) di iperinflazione dovuta alle vicende belliche nel primo caso o agli shock petroliferi nel secondo dove la Borsa non fu in grado in tali circostanze di compensare la componente inflattiva.

<sup>6</sup> Pochi grandi giornalisti hanno saputo raccontare bene le anomalie del capitalismo italiano come Ernesto Rossi negli anni '50 e '60 (da citare fra i suoi libri *"I padroni del vapore"* e *"Borsa e Borsaio!"*) e negli anni '80 e '90 il giornalista Marco Borsa che ha pubblicato con Luca De Biase un libro *"Capitani di Sventura"* (Mondadori Editore) che ha segnato un'epoca e anticipato la crisi di molti grandi gruppi italiani. Più recentemente meritano una menzione speciale *"Capitalismo all'italiana. Come i furbi comandano con i soldi degli ingenui"* di Salvatore Brigantini (Baldini, Castaldi & Dalai), *"Licenziare i padroni?"* di Massimo Mucchetti (Feltrinelli Editore) e *"il gioco dell'Opera"* di Enrico Cisnetto (Sperling & Kupfer Editore). Sulla fase più recente degli "horror finanziari" del capitalismo italiano si può leggere *"L'intrigo - Banche e risparmiatori nell'era Fazio"*, scritto da Giuseppe Oddo e Giovanni Pons (Feltrinelli).

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

La tabella che segue focalizza i maggiori cinque ribassi e rialzi (variazioni % annue, depurate dall'inflazione; ipotesi di reinvestimento dei dividendi):

<b>1945</b>	-71,51%	<b>1946</b>	+115,89%
<b>1944</b>	-53,74%	<b>1985</b>	+84,28%
<b>1947</b>	-45,47%	<b>1986</b>	+63,27%
<b>1974</b>	-39,61%	<b>1959</b>	+62,57%
<b>1977</b>	-36,56%	<b>1997</b>	+54,4%

**Tabella 4**

*fonte: ufficio studi Mediobanca*

Una fotografia dell'andamento a passo ridotto delle azioni italiane nel lungo periodo è stato fornito da diversi studi<sup>7</sup> fra cui fra i più recenti e completi quelli pubblicati su Ricerche & Studi di Mediobanca<sup>8</sup> diretto da Fulvio Coltorti che ha analizzato l'andamento della Borsa italiana dal 1928 a fine 2004. Investire a Piazza Affari poco prima della Grande Depressione degli anni '30 avrebbe comunque garantito nel tempo rendimenti nettamente maggiori dell'investimento in titoli di stato sicuri a breve termine. Fondamentale naturalmente il reinvestimento dei dividendi (sull'importanza dei dividendi parleremo nei prossimi capitoli): dal 1928 il rendimento medio annuo reale delle azioni (comprensivo delle cedole) si attesta all'1,6% da confrontare con un rendimento reale negativo del 3,4% con base di partenza peraltro nel 1938. In pratica se vostro nonno vi avesse lasciato in un fondo fiduciario la somma dell'epoca di 1.000 lire investita in un paniere di azioni quotate a Piazza Af-

<sup>7</sup> Per chi vuole approfondire l'argomento sull'andamento di Piazza Affari nel lungo periodo meritano una speciale menzione "Borsa e Industria 1861-1989 cento anni di rapporti difficili" di Alessandro Aleotti, Edizioni di Comunità e "Cento anni di borsa in Italia" di Giovanni Siciliano, Il Mulino.

<sup>8</sup> Con il titolo Indici e Dati sono disponibili diversi studi sulle serie storiche all'indirizzo [www.mbres.it](http://www.mbres.it) e analisi sui fondi (di cui parleremo più avanti) pubblicati dalla divisione Ricerche & Studi di Mediobanca.

## CAPITOLO 1

fari oggi quel capitale assommerebbe a 3.304 lire dell'epoca (2600 euro circa attuali!). Mentre 1.000 lire del 1938 investite in titoli di stato a durata annuale con reinvestimento dei frutti e del capitale avrebbero dopo 66 anni distrutto il capitale per effetto dell'inflazione<sup>9</sup>: una perdita media annua, in termini reali, del 3,4%, con un capitale reale ridotto di oltre il 93% a 70 lire (pari a 54 euro attuali circa).

Ed è interessante notare che il rendimento reale delle azioni nel lungo periodo stimato da Siegel nel 6,9% sia proprio quello che Piazza Affari ha iniziato a ottenere mediamente nei 3 ultimi decenni<sup>10</sup>, caratterizzati comunque da una crescente modernizzazione del sistema finanziario (il calcolo di un eventuale effetto fiscale del capital gain sulle azioni abbassa i rendimenti nel tempo ma non capovolge la classifica).

*Rendimenti reali (quindi al netto dell'inflazione) annui di investimenti in azioni e Bot conseguiti dall'inizio degli anni indicati fino a oggi*

Azioni		BOT	Azioni		BOT
<b>1928</b>	1,6%	non disponibile	<b>1968</b>	2,0%	1,7
<b>1938</b>	1,6%	-3,9	<b>1978</b>	8,6%	2,9
<b>1948</b>	3,9%	1,3	<b>1988</b>	6,6%	3,8
<b>1958</b>	2,5%	1,3	<b>1998</b>	7,1%	1,2

**Tabella 5**

*fonte: ufficio studi Mediobanca*

<sup>9</sup> Per valutare l'effetto dell'inflazione nel tempo sul sito [www.istat.it](http://www.istat.it) è possibile scaricare varie tabelle che consentono di rivalutare una qualsiasi cifra dal 1861 a oggi.

<sup>10</sup> Questa tabella indica quale sarebbe stato il rendimento reale su base annua a partire dal 1928 e fino 2004 diviso per decenni. Se si fosse cominciato a investire in azioni dal 1978 il rendimento sarebbe stato dell'8,6% annuo (al netto dell'inflazione) da confrontarsi con un rendimento del 2,9% annuo dei Bot. Un equity premium del 5,7% a favore delle azioni nel periodo considerato rispetto a un investimento privi di rischio come un'obbligazione a breve garantita dallo Stato.

## **Meglio essere maratoneti che scattisti.**

### **Le azioni “forever”. Salvo complicazioni...**

Il “segreto” è allora quello di comprare delle azioni e dimenticarcele? Ovvero disinteressarsi delle oscillazioni di breve durata della Borsa e diventare dei “cassettisti” (*così si definiscono in gergo quegli investitori che acquistano le azioni e puntano tutto sui tempi lunghi, cercando di individuare quelle società quotate caratterizzate da una crescita costante nel tempo*)?

Purtroppo quest’idea si scontra con diversi problemi pratici. Le aziende leader di mercato di oggi non è assolutamente detto che lo saranno anche domani; i settori oggi trainanti e più importanti per il prodotto interno lordo di un Paese possono modificarsi drasticamente con l’evoluzione dei consumi; il management di una società può cambiare e il nuovo non essere in grado di mostrare la stessa abilità nel condurre l’impresa; un cambio degli azionisti di maggioranza può modificare il posizionamento della società.

Gli stessi indici di Borsa che vengono presi in considerazione nell’elaborazione delle statistiche cambiano periodicamente composizione con l’ingresso di nuove società e l’uscita di altre. *“E le nuove compagnie possono essere importanti per i rendimenti futuri – osserva Siegel. - Le economie si muovono in modo dinamico: nuove aziende e industrie appaiono mentre alcune vecchie muoiono o sono assorbite da altre aziende. Il processo di distruzione creativa è essenziale per l’esistenza del capitalismo”*. *“Basti pensare che nell’indice S&P 500, fra i più importanti della Borsa Usa e quello che raggruppa le 500 aziende a maggiore capitalizzazione, oggi il settore finanziario è il più importante – scrive Siegel - mentre nel 1957, quando fu costituito, non vi era inclusa nessuna banca commerciale o d’affari quotata al New York Stock Exchange. Nel 1957 il settore farmaceutico che oggi rappresenta il secondo più importante settore valeva solo l’1% del mercato e il settore tecnologico era pochissimo rappresentato”*.

Tre settori (finanziario, farmaceutico e tecnologico) nel 1957 erano virtualmente inesistenti nell’indice più importante e oggi valgono più del 50% del peso borsistico dell’indice S&P 500.

Se vi capita di rivedere in televisione il film “Il Laureato” girato nel 1967 scoprirete che al giovane Dustin Hoffman appena uscito dal college un tipo

## CAPITOLO 1

più anziano gli sussurrava la sola parola che secondo lui riassumeva tutto il futuro dell'economia: plastica. Meno di un decennio dopo quel settore del futuro doveva affrontare una gravissima crisi con il fallimento di molte aziende del settore. Tornando all'esempio dell'indice S&P 500 della fondazione, se l'investitore dell'epoca non avesse aggiornato quindi periodicamente il proprio portafoglio oggi questo sarebbe composto di tintorie industriali, aziende minerarie e compagnie ferroviarie...

Le tendenze cambiano e alcuni titoli di gran moda in determinati periodi in altri tempi perdono posizione (se il management e gli azionisti non riescono ad adeguarsi ai tempi che cambiano), passando talvolta dalle stelle alle stalle. Lo stesso indice Dow Jones, l'altro indice che viene utilizzato comunemente per calcolare l'andamento della Borsa americana, cambia composizione ciclicamente. Solo i titoli "leader" di ogni settore ne fanno parte: basti pensare che, dei 12 titoli che originariamente componevano l'indice, solamente uno - la General Electric - è rimasto nel paniere. Rivedere l'evoluzione della composizione dell'indice Dow Jones è un po' come assistere alla storia dell'economia americana: sui 12 titoli iniziali, 10 erano ferroviari. Poi è stata la volta delle azioni del cotone, dello zucchero, del tabacco, dei pellami, della gomma, dell'acciaio e delle automobili per arrivare all'informatica e alle telecomunicazioni. Quindi dire che la Borsa batte qualsiasi investimento in termini di rendimento non significa che tutte le azioni ritornano e superano i massimi precedenti: la selettività è fondamentale.

Una gestione statica del tipo "tenere a qualsiasi costo" i titoli acquistati perché prima o poi saliranno è quindi un'idea apprezzabile ma complicata da realizzare. Se è statisticamente provato che sul lungo periodo, cioè oltre il decennio, i rendimenti medi offerti dagli investimenti azionari superano quelli obbligazionari o di altro genere, identificare i titoli giusti per affrontare una sorta di maratona finanziaria non è poi così semplice.

Le performance passate di molte "blue chip" non è detto debbano necessariamente ripetersi e soprattutto non è detto che basti affidarsi ai grandi nomi dell'economia per mettere al sicuro i propri risparmi.

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

A Piazza Affari, ad esempio, diversi titoli di importanti società sono cresciuti negli ultimi decenni meno di quanto abbia fatto l'inflazione, riducendo dunque in termini reali il capitale di chi li aveva acquistati.

Per questo motivo (e ne parleremo nei prossimi capitoli) alcuni gestori ed esperti consigliano come alternativa più semplice e meno rischiosa per l'aspirante cassetista l'investimento effettuato sugli indici piuttosto che sul singolo titolo. Una strategia replicabile con alcuni fondi d'investimento (argomento scottante che affronteremo più avanti visto che i gestori troppo spesso non mantengono le loro promesse) ma soprattutto con gli ETF (prodotti finanziari che replicano quasi integralmente il comportamento degli indici in modo passivo) di cui parleremo più avanti (mettendo in rilievo anche alcuni contro).

Ma come non esistono titoli "forever" allo stesso modo è bene dubitare anche dei titoli alla moda; quelli "caldi" consigliati da analisti ed economisti (come vedremo nel capitolo VI e VII) che cercano spesso di vendere come "idee di investimento" (senza offrire anche contemporaneamente un metodo per maneggiarli in caso di condizioni avverse) in realtà le performance passate appena realizzate, sfruttando la particolare psicologia degli investitori. Si pensi ai consigli "a go-go" da istituzioni più che credibili di investire una parte importante del proprio patrimonio nelle azioni tecnologiche e legate alla New Economy a cavallo del cambio di millennio dopo che questi titoli erano saliti di quasi il 100% solo nell'anno precedente. L'euforia per il punto.com e la Net-mania. Qualcosa di molto simile a quello che si era verificato all'inizio degli anni '60 negli Stati Uniti dove la moda era per il "tronico". Era sufficiente che nei titoli offerti al pubblico nei collocamenti comparisse in qualche modo la parola "elettronica" (anche se le società poi poco avevano a vedere con questo settore) per assistere a richieste moltiplicate. Fenomeni che nei mercati finanziari in questi decenni si sono spesso ripetuti (dalle aziende immobiliari alle banche popolari quotate al vecchio Ristretto, dalle azioni tecnologiche a quelle biotecnologiche, dai telefonici alle commodity solo per citare qualche esempio).

## **La Borsa è il migliore investimento ma non tutte le azioni sono eguali...**

E' evidente comunque come a Piazza Affari le avvertenze di Siegel e della storia dei mercati azionari vadano sempre tenute presenti, prima di innamorarsi "per sempre" di un titolo. Alcuni dei titoli di successo degli anni '70 e '80 (si pensi a FIAT, alla vecchia OLIVETTI o ai titoli dello "zucchero") hanno avuto periodi bui da cui non sempre si sono rialzati o solo dopo lunghe fasi di forti discese.

Basta prendere ad esempio il titolo Fiat che negli ultimi 2 anni è stato protagonista di un forte recupero col titolo sopra quota 11 euro. Oltre il doppio del punto minimo toccato nell'aprile 2005 quando l'azione della casa automobilistica torinese aveva toccato quota 4,39 euro. Ma per completezza d'informazione occorre ricordare che a metà degli anni '80 il valore dell'azione Fiat (tenendo conto di tutte le operazioni sul capitale) arrivò a un massimo di 43,23 euro (23 settembre 1986) e qualcuno ricorderà l'uscita di Gheddafi dal capitale della Fiat e il maxi collocamento di Deutsche Bank. Dopo vent'anni di investimento chi è entrato a quel top può misurare la perdita nominale in circa il 75%. Ma se si tiene conto dell'inflazione si scopre che 10.000.000 di lire del 1986 equivalgono in termini di potere di acquisto a 19.200.000 attuali. Quindi la perdita non è stata del 75% ma del 87%!

Investire in singole azioni nel lungo periodo non è quindi sempre un affare sicuro. Nonostante le parole dell'Avvocato Giovanni Agnelli che in una battuta a chi gli chiedeva all'inizio degli anni '90 cosa fare delle azioni Fiat vista la discesa in atto rispondeva: *"vede, le darò una risposta che dava mio nonno quando gli domandavano consigli sugli investimenti: comprate del vino, mettetelo da parte, per male che vada sarà sempre più buono quando lo berrete"*. Una battuta che ricordo particolarmente bene poiché era a me che la rivolgeva, durante un'assemblea della Ifi (la holding della famiglia Agnelli) dove avevo partecipato riuscendo a farmi accreditare come giornalista (allora ancora non avevo iniziato questa mia parallela carriera).

La stessa Generali Assicurazioni, il titolo preferito in Italia dai "cassettisti"

## Meglio essere maratoneti che scattisti.

e dalle “vedove” ha visto oscurare negli ultimi decenni il suo “mito”, arrivando a perdere solo nel recente periodo 2000-2002 il 70% dai massimi. Puntare sui titoli "evergreen" (quelli da tenere sotto il “materasso”) può non necessariamente significare dormire sonni tranquilli.

Anche perché nulla assicura che i rendimenti passati (compreso quello delle Borse) siano garanzia di eguali risultati futuri. Fare stime future “sicure” sui mercati azionari è semplicemente impossibile; non si possono fare esperimenti controllati, cambiando il valore di alcune variabili e tenendo ferme le altre. Le reazioni degli investitori sono spesso imprevedibili ad eventi spesso inaspettati. Come ha affermato il premio Nobel Paul Samuelson “disponiamo di un solo campione della storia”. Dobbiamo accontentarci di capire il passato per comprendere il futuro, avendo fra le poche certezze il comportamento spesso ciclico dei mercati e degli investitori.

Lo stesso Siegel dopo il crollo del 2000 ammette che attendersi per i prossimi 50-100 anni un rendimento reale del 7% (che equivale a raddoppiare la propria ricchezza ogni 10 anni) magari non sarà possibile ma è sempre convinto che *“ci sono ragioni convincenti per credere che le azioni rimarranno la migliore forma di investimento per tutti coloro che desiderano guadagni costanti nel lungo periodo”* e che *“le azioni dovrebbero costituire la quota più ampia di un portafoglio finanziario orientato al lungo periodo”* in un’economia mondiale sempre più orientata al libero mercato.

Una propensione al rischio azionario che per Siegel dovrebbe essere “forever” ricordando agli investitori che *“i migliori rendimenti storici per le azioni sono emersi spesso dalle ceneri di crisi economiche, in momenti in cui gli investitori erano pessimisti sulle prospettive di guadagno delle imprese”*.

Un consiglio che come suggerisce con un pizzico di provocazione Paul Samuelson è valido soprattutto se non tutti i risparmiatori del mondo rimuoveranno totalmente la loro avversione al rischio, restando fuori dai mercati azionari o scappando nelle fasi più burrascose.

Come recita la recensione di Samuelson al libro di Siegel, *Stocks for the Long Run*: *“Jeremy Siegel illustra in modo persuasivo come nel lungo periodo una strategia*



*d'investimento buy & hold in titoli azionari sia quella ottimale. Leggete i suoi suggerimenti e traetene profitto. E quando la vostra nave si troverà in balia di brevi ma intense tempeste, dormite pure sonni tranquilli nella convinzione di aver fatto la cosa più prudente. E se anche voi, come me, siete appassionati di scienze economiche, pensate a cosa succederà quando questo nuovo concetto di prudenza diverrà privo di senso una volta che i lettori di Siegel saranno un giorno imitati da tutti gli investitori”.*

### IN SINTESI

**Molti investitori si ricordano di quando su un titolo hanno messo a segno una performance record: difficilmente però sanno calcolare il rendimento effettivo ottenuto in Borsa negli ultimi 2, 4, 10, 20 anni. Eppure capire che in Borsa conta più la costanza dei rendimenti piuttosto che rincorrere il mito della speculazione veloce può significare diventare ricchi e rivalutare veramente il proprio capitale. Ciò che conta per un investitore è quindi soprattutto avere una strategia ben precisa abbinata a un orizzonte temporale di lungo periodo sui mercati più redditizi, cioè i mercati azionari, diversificando per mantenere un livello di sicurezza accettabile.**

# Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

**Conosci gli altri e te stesso: cento battaglie, senza pericoli.**

**Non conosci gli altri, ma conosci te stesso: a volte vittoria,  
a volte sconfitta. Non conosci gli altri né te stesso:**

**ogni battaglia è una sconfitta certa.**

Sunzi (generale vissuto fra il VI e il V secolo a.C. nell'antica Cina)

Per molti risparmiatori occorre una robusta discesa dei mercati finanziari per ricordare l'antica saggezza di un detto orientale: “se ricerchi serenità resta pure sulla spiaggia ma se ricerchi un tesoro devi correre il rischio di tuffarti in fondo all'oceano”.

In Borsa le fasi di discesa fanno parte del “gioco”. Le oscillazioni del mercato, secondo Peter Lynch, sono assolutamente fisiologiche. Nella sua carriera di gestore ha vissuto sulla sua pelle 13 crolli di mercato di oltre il 10%. E le Borse hanno sempre puntualmente recuperato queste perdite. E' così convinto che i ribassi siano delle ottime occasioni di acquisto che ha dimostrato che un ipotetico investitore che nel 1940 avesse investito 1000 dollari nella Borsa statunitense (in un paniere che avesse replicato l'indice S&P 500) e avesse poi investito altri 1000 dollari in tutti le occasioni (31 su 52) in cui il mercato ha perso più del 10%, nel 1992 sarebbe diventato multimiliardario (accumulato la cifra record di 6.295.000 dollari)!

In tempi più recenti un evento traumatico come l'attentato del 11 settembre 2001 alle Twin Towers che per molti risparmiatori significò uno shock anche finanziario per la caduta delle Borse è stato dai listini col tempo riasorbito completamente nonostante diversi libri pubblicati nei mesi successivi annunciavano la fine della “festa” con conseguenze rovinose per le economie e per i risparmiatori.

In linea generale, le Borse hanno, infatti, ampiamente recuperato i livelli dei

## CAPITOLO 2

giorni precedenti l'attentato; anzi, su entrambe le sponde dell'Oceano Atlantico i panieri di riferimento valgono tra il 15 e il 20% in più rispetto al 10 settembre 2001. Considerando le Borse occidentali a fine settembre 2006, l'indice migliore risulta quello *composite* sulle società tecnologiche del Nasdaq, con un progresso del 27,1%, che ha battuto il cugino di New York, il Dow Jones, fermo a un +18 per cento. In Europa, chi ha brillato di più è stato il tedesco Dax (+24%) che ha messo in fila il Mib30 (+20%, al pari del nuovo S&P/Mib ricalcolato), l'inglese Ftse (+16,8%) e il francese Cac (+15,8%). Se ci spostiamo in Oriente scopriamo che l'Hang Seng di Hong Kong (legato all'economia cinese) ha registrato un +65,4% nel quinquennio mentre in Giappone l'indice Nikkei è uscito dal lungo letargo: +57,7%.

Ma le perdite in Borsa non esistono solo su un piano concettuale e non riguardano solo il passato. Meglio quindi conoscere le "regole" del gioco e il proprio profilo di rischio per non farsi cogliere impreparati dai ribassi. Senza farsi illusioni o sognare l'impossibile.

Non si può pensare di voler guadagnare il massimo senza essere disposti a perdere. Le discese in Borsa, infatti, servono a ricordare agli investitori che non esistono sui mercati finanziari pasti gratis e rendimenti sicuri. "No pain, no gain" si dice comunemente negli Stati Uniti. Ovvero "nessun dolore o sacrificio, nessun guadagno o risultato."

Se si desidera serenità (e godersi quindi la spiaggia) si possono comprare dei Bot (Buoni Ordinari del Tesoro) che garantiscono alla scadenza un prezzo di rimborso (100) superiore a quello di ingresso<sup>1</sup>.

Ma se si investe in azioni o in obbligazioni (anche tramite fondi oppure Etf) o derivati e l'obiettivo è quello di ottenere rendimenti superiori a quelli dei Bot perdere in determinati periodi fa parte del gioco. Volere sempre guadagnare è un atteggiamento comprensibile (tutti vorremmo solo ricevere buone notizie) ma francamente poco realistico e razionale.

<sup>1</sup> A inizio settembre 2006 acquistare un Bot con scadenza agosto 2007 assicura un rendimento certo del 3,1% annuo al lordo delle commissioni e della tassazione sul capital gain.

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

Un'altra cattiva notizia per i risparmiatori è che non esistono in Borsa possibilità sicure di neutralizzare completamente le perdite e chi vende sistemi o prodotti che guadagnano in tutte le condizioni di mercato in realtà prende spesso per il naso i risparmiatori o non dice tutto quello che dovrebbe dire. Come chi promette di far dimagrire, consigliando diete dove è possibile mangiare e bere a sazietà.

Negli ultimi anni, infatti, dopo la discesa delle Borse si sono moltiplicati i prodotti finanziari che garantiscono negli slogan ai sottoscrittori la “vincita sicura” attraverso index linked, unit linked, fondi flessibili, prodotti a capitale garantito, hedge fund, fondi “total return” (un argomento che toccheremo nei prossimi capitoli). Ma una lettura più attenta dei prospetti e il comportamento effettivo smentisce l'intento lodevole, che ha invece come unico risultato garantito certo quello di generare ricche commissioni a favore degli emittenti. E spesso cocenti delusioni per i sottoscrittori creduloni e poco consapevoli.

Abilissime molte banche e società di gestione nello sfruttare e amplificare questa tendenza dei risparmiatori di voler acquistare i prodotti più speculativi e rischiosi nelle fasi di rialzo e quelli più prudenti nelle fasi di ribasso. Un marketing finanziario opportunistico basato su pubblicità sempre più seducenti, aggressive e al limite dell'ingannevole dove nel giro di pochissimo tempo alcuni promotori finanziari si trovano prima a magnificare le lodi (con i mercati al rialzo) dei prodotti “turbo” (con componenti azionarie elevatissime, anche superiori al 100%) e poi con mercati in discesa a tessere l'elogio di quelli a “capitale garantito” (la cui componente azionaria reale è spesso inferiore al 10%). Il risultato ovvio di questa strategia delirante è che molti risparmiatori si trovano ad acquistare ai massimi e vendere ai minimi, riuscendo sempre a pagare laute commissioni alle banche. Un vero massacro per il patrimonio del malcapitato risparmiatore che nel giro di pochi anni vede così seriamente assottigliarsi il proprio patrimonio fino a uscire dal “gioco” (salvo rientrare dopo qualche anno in presenza dell'ennesima nuova bolla speculativa).

### **Sale di brutto, investo tutto...**

“La Borsa è un modo oneroso di scoprire il proprio temperamento” scriveva non senza ironia Adam Smith.

Accade così che nei periodi di Borsa in forte rialzo numerosi risparmiatori si lascino attrarre dalle performance passate realizzate (pubblicizzate con arte consumata dalle banche, dai venditori di fondi e dai giornali e siti finanziari) convinti di ottenere gli stessi risultati nei mesi a venire, proiettando semplicemente il passato nel futuro. Certo, a livello teorico tutti gli investitori sanno che in Borsa le azioni possono anche scendere, ma basta qualche mese di rialzo per far dimenticare il lato “negativo”, convincendo anzi alcuni investitori a incrementare senza sosta la parte azionaria, sicuri così di moltiplicare più facilmente e velocemente il patrimonio iniziale nella convinzione di aver risolto l’equazione massimi profitti/nessun rischio.

Duro il contraccolpo psicologico in caso di forte ribasso percepito come una sorta di sciagura immotivata (solo il rialzo viene giustificato concettualmente) come se le fasi di discesa non facessero parte del “gioco”. Per questo tipo di investitori le perdite sui mercati finanziari hanno ragione sì di esistere, ma soprattutto su un piano concettuale e non riguardano il proprio patrimonio. Inutile ribadire che si tratta di un’utopia. Non è il metodo che deve essere messo in discussione ma la psicologia umana. E la propria attitudine al rischio. Oltretutto chi si lamenta maggiormente per le perdite subite, talvolta dimentica i guadagni accumulati nei mesi e negli anni precedenti, mostrando un’amnesia di tipo particolare sicuramente da catalogare fra quelle più bizzarre. Si accetta la Borsa come investimento ma si nega la possibilità di perdere e ci si ricorda solo dell’ultima valorizzazione ai massimi storici (considerata già acquisita). Dimenticando quella di x mesi fa, o y anni fa sensibilmente più bassa.

Invece che considerare il ribasso come una riduzione (del tutto fisiologica visto l’andamento ciclico della Borsa) dei guadagni lo si considera come una vera e propria perdita definitiva del proprio patrimonio. Invece che essere soddisfatti di avere oggi comunque 90 invece che 60 di un anno fa, ci si ar-

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

rovella e ci si lamenta di non avere più i 100 raggiunti nel momento del massimo rialzo. Inutile dire che in Borsa questo tipo di risparmiatore è destinato non solo a dannarsi l'anima ma spesso in preda all'emotività a comprare ai massimi e vendere ai minimi, comportandosi come una banderuola. Il problema non è il comportamento futuro della Borsa, bensì dell'investitore. *“La Borsa richiede convinzione, questo è certo - ammoniva Peter Lynch - come è certo che travolge gli indecisi”*.

In Borsa quindi il rischio non va demonizzato e non può essere evitato a priori in quanto è parte integrante degli investimenti. E' bene sempre ricordare il monito di Herb Greenberg, analista fra i più quotati a Wall Street: *“Prima di acquistare chiediti non tanto quanto puoi guadagnare, ma quanto sei disposto a perdere, poi opera”*.

La Borsa è quindi sconsigliata agli iper-pessimisti (quelli che vedono sempre nero) ma anche agli iper-ottimisti (quelli che vedono sempre rosa): un'auto-stima esagerata ci fa spesso perseverare nell'errore come ostinarsi a comprare un titolo in deciso trend ribassista (anche perché i “fondamentali” magari zoppicano) per “mediare” il prezzo, confidando che il mercato ci darà inevitabilmente ragione.

L'emotività è un altro fattore importante perché la Borsa non è per i deboli di cuore, né per gli ultra-emotivi visto che la paura conduce al panico e all'errore. Per questo motivo occorre comprendere bene il concetto di profilo di rischio e prima di investire in Borsa bisognerebbe avere a disposizione tutto il tempo possibile per effettuare questa auto-analisi, non comprando alcun prodotto finanziario o azione solo perché spinti dall'emotività del momento. Se un ribasso in Borsa è capace di provocare gastriti, depressioni, pensieri fissi negativi o nostalgie irrimediabili per i prezzi ai massimi, (dove naturalmente col senno di poi si sarebbe dovuto vendere perché lo si sentiva...) il “peso” dell'investimento in Borsa va decisamente ridotto e annacquato o evitato. Va da sé che se poi la Borsa sale come ha fatto in questi ultimi 4 anni (dove dai minimi Piazza Affari è salita del 90%) il risparmiatore che ha investito solo una piccola quota in azioni non potrà attendersi un risultato

stratosferico pari a quello di chi ha osato (e rischiato) di più. E pazienza se si tradirà il consiglio di Siegel, Lynch, Buffett o del vostro promotore finanziario che vi consiglia un'alta esposizione azionaria. Non a caso una citazione di Borsa molto azzeccata appartiene a J. Kenfield Morley e spiega che “nell'investimento, il ritorno che volete ottenere dipende da se volete mangiare bene o dormire bene”. Se l'andamento ondivago delle azioni vi turba il sonno, meglio allora maneggiarle con cura.

Ciascun investitore dovrebbe quindi cercare di misurare la propria resistenza teorica alle perdite. E questa resistenza dovrebbe essere proporzionale al proprio orizzonte temporale, valutando anche altre classi di investimento “compatibili” col proprio profilo di rischio “totale”. Se si ha una bassa propensione al rischio o un orizzonte temporale limitato (inferiore ai 2 anni) e si considera il ribasso una sorta di affronto personale, mettere una parte consistente del proprio patrimonio in Borsa (e anche su strumenti obbligazionari a medio-lungo periodo) può essere poco compatibile con il proprio equilibrio “psico-finanziario”.

### **Su e giù del 20% ma anche del 50%: siete pronti?**

Quanto sareste disposti a rischiare per guadagnare in Borsa? E quanto sopportereste di perdere pur di raggiungere il vostro obiettivo? Insomma qual è la vostra propensione al rischio? Non esiste un test infallibile per misurare al 100% questo fattore. Come è vero che negli investimenti non si può decidere di seguire sistemi più complicati o più aggressivi solo sulla base dei risultati migliori che questi possono aver prodotto nel passato, senza badare invece alla propria propensione al rischio. Le performance passate non sono garanzia, infatti, di eguali risultati futuri. E va valutato comunque a patto di quali condizioni sono state ottenute (compresa la volatilità e lo stress che si è dovuto sopportare).

Occorre quindi prima di tutto chiarirsi le idee sulla strategia da adottare e prevedere a priori come ci si comporterebbe di fronte a un evento negativo

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

come quello determinato da una perdita ampia e prolungata.

Mi è capitato diverse volte in questi anni di parlare di argomenti come la “propensione al rischio”, notando come molti risparmiatori di fronte a questi aspetti abbiano le idee confuse, confondendo mezzi con fini, obiettivi con speranze, realtà con fantasia.

Cosa è la propensione a rischio? La definizione classica ci dice che è il livello di rischio accettabile dall’investitore, ottenuto combinando l’andamento storico dei mercati finanziari con l’orizzonte temporale manifestato. In parole povere è capire quanto il vostro “stomaco” e il vostro patrimonio possono supportare periodi di apnea con rendimenti negativi.

La propensione al rischio è insomma definibile per ciascun individuo ed è legata anche ad elementi soggettivi, come l’età, la professione, il capitale disponibile, gli obiettivi futuri. E soprattutto la reazione psicologica a fasi avverse. Nella realtà calcolare la propensione al rischio di un risparmiatore non è così facile come spesso viene fatto apparire poiché lo stesso risparmiatore è capace di dare risposte “sinceramente” diverse con mercati diversi. Frequentissimi i casi osservati di risparmiatori che con Borse in discesa (si pensi a fasi come il periodo marzo 2000-ottobre 2002 dove la discesa cumulata dei mercati azionari è stata di oltre il 55%) dichiaravano (complici le perdite subite) ora una bassissima propensione al rischio mentre negli anni precedenti (si pensi al periodo ottobre 1998-marzo 2000) quando le Borse avevano segnato un +105% si dichiaravano (con mercati stile toro scatenato) più coraggiosi di un leone e disposti a investire tutto quello che potevano in azioni e strumenti speculativi.

Una definizione di propensione al rischio non classica ma più comprensibile è quanto siamo disposti a perdere al massimo nelle fasi tendenzialmente ribassiste. Se questa cifra è il 5% o il 10% del nostro capitale vale la pena ricordare che in questi ultimi 33 anni la volatilità massima (la distanza fra massimi e minimi, ovvero quanto avremmo perso nell’ipotesi che avessimo investito nel momento peggiore) dei mercati azionari è stata superiore al 50% per la Borsa italiana. Quella media di circa il 20%.



## CAPITOLO 2

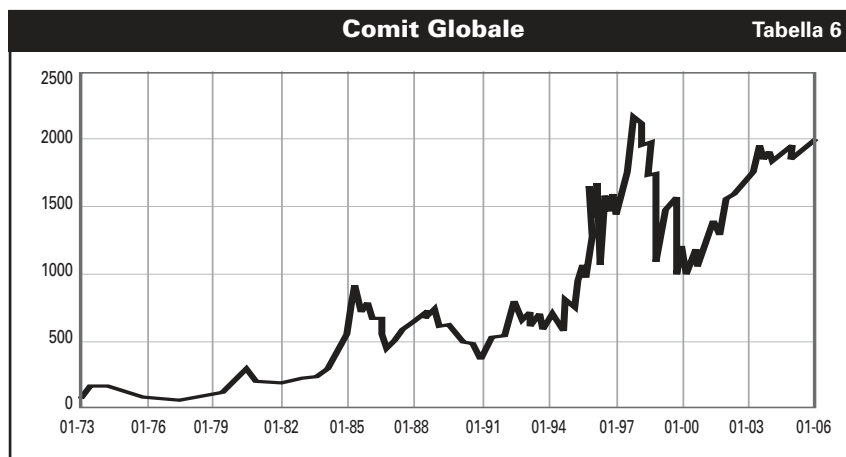
L'analisi di Jeremy Siegel sugli ultimi 165 anni delle Borse USA, escludendo il periodo 1929-1939, ha indicato la volatilità media dei listini intorno al 14%.

*Una volatilità media del 20% per un investitore azionario, anche di medio-lungo periodo, non va trascurata. Tradotta sul proprio capitale significa che in presenza di un rendimento atteso del 5% vi è, una probabilità elevata (circa il 66%) di un rendimento compreso fra due estremi, definiti da una diminuzione dei prezzi del 15% e da un aumento del 25%. Se il rendimento atteso finale è invece del 10%, i due margini intorno al quale il capitale possono oscillare dal -10% al + 30%. Se una discesa del 10-15% può esasperarci e fare saltare i nervi forse è meglio stare alla larga delle azioni. Se invece, un'oscillazione anche vistosa (+ o - 20%) dei corsi viene vissuta come un fatto normale, senza forti turbamenti, l'investimento in azioni può essere compatibile col profilo di rischio. La volatilità dei mercati azionari non va trascurata e spiega più di ogni indicatore il perché in Borsa nelle fasi di forti rialzi molti investitori vengano prima attratti dalle possibilità di mirabolanti guadagni mentre poi ai primi forti ribassi fuggono a gambe levate. Ed è anche la migliore spiegazione del "premio" che le azioni hanno regalato agli investitori di lungo periodo per la pazienza e coerenza dimostrata. Una volatilità che per l'investitore di Piazza Affari è stata in certi periodi ben superiore al 20% che rappresenta solo una media.*

Secondo l'andamento dell'indice Comit<sup>2</sup> (vedi Tabella) un risparmiatore che avesse, infatti, investito a Piazza Affari sui valori massimi della primavera del 1973, nel maggio 1981, nel maggio 1986 o nel marzo 2000, infatti, avrebbe visto il suo capitale successivamente ridursi di oltre la metà negli anni successivi prima di rivedere il capitale iniziale investito risalire. Questo investendo cioè su un paniere o fondo che replica abbastanza fedelmente l'andamento complessivo di Piazza Affari. Un andamento abbastanza simile negli ultimi decenni a quello di altre Borse internazionali (compresa quella USA) per la crescente globalizzazione dei mercati finanziari.

<sup>2</sup> E' uno degli indici di Borsa di più vecchia istituzione (dal 1972) sulla Borsa italiana e per questo motivo è fra i più utilizzati dagli analisti tecnici per le analisi di lungo periodo. In origine era calcolato da Banca Commerciale Italiana (Comit), poi con la fusione da Banca Intesa, che sul sito [www.bancaintesa.it](http://www.bancaintesa.it) nella sezione Studi & Ricerche mette on line tutto lo storico.

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?



### Le stagioni della Borsa...

Sostenere che “entrare ai massimi” è un esercizio puramente accademico e che non esistono così tanti investitori sfortunati, purtroppo, è un’obiezione facilmente smontabile. A ogni ondata di rialzo, al punto vicino all’apice si registra il maggior numero di sottoscrizioni di quote di fondi azionari o di acquisto di azioni da parte dei risparmiatori. I forti rialzi attirano come api al miele legioni di investitori sospinti in questa scelta da giornali, esperti, promotori e banche che bene conoscono vizi e virtù del presunto homo economicus. “*L’uomo razionale – come il mostro di Loch Ness – è stato visto parecchie volte, ma fotografato molto di rado*” osserva con acume David Dreman<sup>3</sup>, gestore dall’approccio “contrarian”.

<sup>3</sup> David Dreman è presidente di Dreman Value Advisor, dove lavora dal 1977 e di cui ha anche la carica di presidente, oltre a essere presidente di Red Bank una società che, per prima, ha messo in pratica le tesi contrarian sulla Borsa americana e che gestisce più di quattro miliardi di dollari di fondi privati e istituzionali. È considerato il “decano” della Contrarian Strategy (a cui ha dedicato diversi libri pubblicati in Usa). Scrive regolarmente articoli per Forbes, ma i suoi pezzi sono apparsi anche su The New York Times, The Wall Street Journal, Fortune, Barron’s. Vive con la famiglia ad Aspen, in Colorado e sullo yacht di famiglia, *The Contrarian*.

## CAPITOLO 2

E si alimenta così una micidiale serie di circostanze concatenate in un perverso effetto causa-effetto: i mercati partono lentamente al rialzo nell'indifferenza e nello scetticismo dei più dopo un prolungato periodo di stasi; il rialzo chiama rialzo; i giornali iniziano a parlare in modo crescente dell'andamento della Borsa e dei progressi registrati dalle azioni; molti risparmiatori si sentono attirati dalla sirena dei guadagni facili; le società di capitali collocano in Borsa un numero crescente di nuove aziende e lanciano massicciamente nuovi prodotti finanziari e fondi specializzati; l'euforia contagia uno strato crescente di risparmiatori attirati dai guadagni messi a segno nella convinzione di poterli replicare con facilità; i fondi d'investimento incrementano di mese in mese la raccolta e dirottano i flussi verso la Borsa, spingendo al rialzo le azioni; l'euforia raggiunge il punto massimo e... Arriva il crollo.

Si scopre improvvisamente che le valutazioni delle azioni sono troppo "tirate"; alcuni operatori iniziano a disfarsi delle azioni a qualsiasi prezzo; la forte discesa preoccupa altri risparmiatori che si accodano alle vendite; la discesa spinge molti risparmiatori a richiedere indietro ai fondi quanto avevano investito nei mesi precedenti; i fondi sono costretti ad accrescere le vendite di azioni per star dietro al crescente numero di riscatti; i giornali parlano in modo sempre più allarmato della crisi della Borsa mentre nubi sembrano addensarsi anche sulle economie come dicono chiaramente gli indicatori economici; le nuove società che volevano quotarsi in Borsa si diradano all'orizzonte e alcune delle matricole recentemente collocate viaggiano a prezzi molto distanti dal debutto; tranne rimbaldi passeggeri la sfiducia prende piede fra gli investitori con scambi sempre più modesti e prezzi calanti; i resoconti trimestrali delle società mostrano dati in discesa, inferiori alle previsioni più ottimistiche formulate nei mesi precedenti e questo alimenta nuove vendite; scandali finanziari inattesi arrivano a turbare il clima già negativo con tonfi anche clamorosi fra le ex reginette del listino; ci si avvia verso il punto più basso delle Borse in un clima di depressione vera e propria nel quale l'investimento azionario viene sempre più sconsigliato a favore dell'investimento obbligazionario "tranquillo"; inizia una fase di apparente stasi dove i mer-

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

cati lentamente riprendono a salire con alcuni investitori che tornano a accumulare posizioni... E così riparte la “giostra”.

### **La Teoria di Dow.**

La successione ciclica delle fasi di Borsa è proprio il fondamento della “Teoria di Dow” di Charles Dow<sup>4</sup> e del suo successore Robert Rhea, i padri dell’analisi tecnica. Una teoria che si prefiggeva di prevedere, ma ancora meglio sfruttare i movimenti di mercato, attraverso l’osservazione scientifica dei prezzi. Che si muovono secondo precise fasi. Secondo l’analisi dei cicli di Borsa in un primo momento avviene, infatti, la cosiddetta “accumulazione” ossia una particolare attività di acquisto espletata soprattutto dalle “mani forti” che non hanno problemi di liquidità e intervengono soprattutto quando i prezzi sono più bassi. In questo periodo, che può durare anche qualche anno, le istituzioni che controllano maggiormente il mercato, anche perché sono meglio informate sulla situazione economica e sulle prospettive delle aziende, cominciano ad acquistare i titoli più convenienti imitati da un certo numero di investitori che hanno intuito la situazione. Mancando pertanto la massa, il mercato si muove lentamente verso l’alto, con oscillazioni anche forti nel medio termine. La seconda fase è la “convincione” ossia il momento in cui la maggior parte degli operatori istituzionali e degli investitori che seguono costantemente il mercato si è convinta delle possibilità di una buona crescita economica e pertanto cominciano ad acquistare in modo più aggressivo. In questa fase i risultati di chi ha iniziato a investire durante il periodo dell’accumulazione si fanno interessanti e la stampa e i mass media iniziano a parlare in modo più sistematico della Borsa, pubblicando le performance ottime dei fondi d’investimento così come previsioni interessanti per il fu-

<sup>4</sup> Charles Dow (1851-1902) è stato cofondatore del Wall Street Journal e creatore del Dow Jones Industrial Average ma anche il padre dell’analisi tecnica e dell’agenzia Dow Jones fondata con l’amico Eddie Jones. Nel 1936 i suoi studi e principi sui mercati finanziari vennero raccolti e pubblicati da Robert Rhea. È importante precisare che la sua “teoria” non è nata per formulare previsioni sui prezzi ma come “barometro” dello stato dell’economia, per individuare e valutare la direzione del mercato.

turo. La terza e ultima fase del rialzo è la “speculazione” o “euforia”, temuta e riverita da tutti gli analisti tecnici, perché si sa dove inizia ma non si sa mai quando finisce. Coincide con l’entrata in massa degli investitori sul mercato spinti dalle notizie sempre più positive riguardanti l’economia e gli utili societari. Altro motore importante sono i guadagni di molti investitori entrati nelle fasi precedenti che ora incrementano l’approccio più speculativo (anche con capitali a prestito o strumenti derivati a leva), rinfrancati dai successi precedenti e convinti che nulla potrà andare storto. Di fatto le quotazioni iniziano a crescere smisuratamente e i titoli a sopravvalutarsi ampiamente rispetto ai prezzi storici per quanto non mancano le voci di economisti e analisti che spiegano che siamo in presenza di una fase nuova. Un giorno un evento anche casuale o di poco conto rompe questo scenario di “luna di miele” del mercato con gli investitori e arriva il crollo, prima parte della fase successiva, che è quella della “distribuzione”, ossia la vendita di titoli da parte delle mani forti, che si sviluppa su ogni rialzo a partire dal crollo iniziale, impedendo al mercato di raggiungere nuovi massimi. Dopo questa fase arriva il “panico”, contraddistinto da vendite massicce dalla maggior parte degli investitori, che si sviluppa generalmente in seguito alla rottura di un supporto importante per il lungo termine in coincidenza spesso di un evento esterno. In ultima analisi abbiamo la fase della “frustrazione” o “depressione”, durante la quale anche gli ultimi perdono le speranze e vendono con perdite pesantissime, sicuri che il mercato continuerà a scendere e che la Borsa è finita... Generalmente si tratta degli stessi investitori che avevano acquistato ai massimi prima del crollo. I fondi subiscono pesanti riscatti, ma le prospettive economiche non sono più così negative tanto che le aziende quotate spesso più piccole iniziano a presentare dati economici in netto miglioramento. Si ricomincia con l’accumulazione e in questo alternarsi delle “fasi di Borsa” secondo la teoria di Dow un aspetto importante è assegnato anche ai volumi scambiati dai titoli che confermano o smentiscono il passaggio nelle varie fasi. Maggior volume corrisponde a maggior interesse verso il mercato mentre volumi bassi indicano l’opposto.

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

### Fra paura e speranze...

Possono sorprendere le analogie presenti in molti mega-rialzi e mega-ribassi ma l'andamento ciclico dei mercati e delle economie è un fatto acquisito; meno diffusa fra i risparmiatori spesso la comprensione di come l'andamento dei prezzi sia legato strettamente non solo ai dati economici ma anche al "sentiment" di tutti gli operatori. A fianco all'analisi fondamentale (che ricerca il "giusto prezzo" attraverso l'analisi dei bilanci e degli indicatori macro-economici) delle società quotate si è sviluppata non a caso l'analisi tecnica che prescinde nella ricerca dell'andamento dei titoli da qualsiasi analisi economica, concentrandosi esclusivamente sull'andamento dei prezzi. La Teoria di Dow formulata oltre un secolo fa dimostra che la maggior parte degli investitori di Borsa si muove spesso secondo una successione "seriale".

E appare sempre incredibilmente attuale il pensiero formulato nel 1923 (nel libro "Reminiscences of a Stock Operator") da Edwin Lefèvre sull'esperienza di Jesse Livermore, trader ante-litteram per cui *"non c'è mai nulla di nuovo in Borsa. Non ci può essere perché la speculazione è vecchia come le colline".* Ciò che accade sul mercato oggi, è accaduto prima e accadrà ancora". Ovvero *"in nessun luogo la storia si concede repliche così spesso e così uniformemente come a Wall Street. Quando si leggono racconti di crescite improvvise o situazioni di panico colpisce con particolare evidenza la differenza minima fra speculazione azionaria e gli speculatori azionari di oggi e di ieri. Il gioco non cambia e non cambia nemmeno la natura umana".*

I movimenti dei prezzi in Borsa secondo Martin J. Pring<sup>5</sup>, analista tecnico fra i più importanti al mondo, riflettono non altro che "le speranze, le paure, la conoscenza, l'ottimismo e l'avidità del pubblico degli investitori". La somma di questi sentimenti viene espressa dal livello di prezzo tanto che diversi esperti (da J.M. Keynes a Garfield Drew) sono arrivati a formulare un

<sup>5</sup> Martin J. Pring è da considerare fra i più importanti allievi e divulgatori internazionali dell'analisi tecnica. Il suo libro "Analisi Tecnica dei Mercati Finanziari" edito in Italia da Mc Graw-Hill è un testo obbligatorio per chi vuole approfondire l'argomento. Fra i libri sull'analisi tecnica italiani Renato Di Lorenzo, ingegnere, esperto di economia, formatore ha scritto diversi libri di successo editi da Il Sole 24 Ore Libri (Guadagnare in Borsa con l'analisi tecnica 1, 2, 3) a cui affianca un'attività come romanziere. Nel libro "L'assalto" edito da Mondadori ha creato la figura di Samuel Monk, una sorta di Nero Wolfe che invece di coltivare orchidee gioca in borsa e fornisce consigli ai suoi fan e che è diventato una sorta di suo alter ego che tiene anche rubriche pubblicate sui giornali del settore.

## CAPITOLO 2

concetto abbastanza simile a quello pirandelliano della supremazia dell'apparire sull'essere. I prezzi delle azioni sono espressione non di quanto valgono i titoli, ma di quanto la gente pensa che valgono.

Ritornando a parlare di propensione al rischio, se il 10% di perdita del vostro patrimonio vi può ottenebrare, se volete investire in azioni e dormire sonni più tranquilli nelle fasi "orso" in Borsa non dovrete ragionevolmente investire più del 20% del vostro capitale.

Il grande gestore Peter Lynch nella lettera ai sottoscrittori del suo fondo ricordava sempre la tendenza del suo Magellan, campione di performance, a essere come una barca costantemente "sotto il rischio di essere inondata dalle acque molto agitate", ovvero a perdere più del mercato nelle fasi negative. Un modo per preparare i suoi sottoscrittori alle inevitabili fasi difficili e di burrasca dei mercati azionari. Le fasi di risalita successiva hanno sempre premiato abbondantemente i suoi sottoscrittori: ma solo quelli che erano rimasti investiti e non erano scappati. Per questo motivo anche Lynch ricordava sempre il monito di Warren Buffett<sup>6</sup>: le persone che non possono tollerare di vedere le loro azioni perdere il 50% del loro valore non dovrebbero possedere titoli neanche tramite fondi d'investimento.

<sup>6</sup> Dopo Bill Gates, è l'uomo più ricco degli Stati Uniti e al mondo. Ha iniziato la sua carriera di investitore nel 1950 con soli 9800 dollari; oggi la sua fortuna personale (che sta elargendo in beneficenza) è stimata più di 45 miliardi di dollari. Per più di quarant'anni, Buffett ha saputo garantire agli azionisti della holding da lui fondata e diretta, la Berkshire Hathaway Inc., un rendimento medio annuo del 25%, pur attraversando inevitabili fasi negative. Il criterio di base da lui seguito è quello di un investimento "di lungo periodo", senza farsi tentare da occasioni speculative: ci sono titoli rimasti nel portafoglio della Berkshire Hathaway per oltre vent'anni. Warren Buffett, cioè, punta su società che sappiano dimostrare di avere successo, non importa se bisogna aver pazienza.

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

<b>Tabella A<sup>7</sup></b>	
<b>perdita del mercato del 20%</b>	
<b>investimento % azionario</b>	<b>perdita % del portafoglio</b>
20,00%	4,00%
40,00%	8,00%
60,00%	12,00%
80,00%	16,00%
100,00%	20,00%

<b>Tabella B</b>	
<b>perdita del mercato del 50%</b>	
<b>investimento % azionario</b>	<b>perdita % del portafoglio</b>
20,00%	10,00%
40,00%	20,00%
60,00%	30,00%
80,00%	40,00%
100,00%	50,00%

<sup>7</sup> Il grado di rischio di un portafoglio è commisurato alla percentuale del capitale che si investe in azioni. Più è alta la componente azionaria e maggiore è il grado di rischio del portafoglio poiché maggiore sarà la perdita subita in condizioni discendenti di mercato. Le tabelle A e B indicano quale sarebbe la perdita percentuale di un portafoglio qualora l'investimento in azioni fosse pari al 20%, 40%, 60%, 80% e 100% del capitale investito. Se il mercato perdesse il 20% del suo valore (tabella A) la perdita del nostro portafoglio andrebbe dal 4% al 20% a seconda del capitale investito in azioni. Tale perdita andrebbe invece dal 10% al 50% in caso di discesa del mercato pari al 50% (tabella B)



Salvo che non facciate parte di quella schiera di investitori che pensano che la Borsa vada solo su e voi con la Borsa al ribasso siete così in gamba che vi sbarazzerete in un lampo di tutti i titoli, una presunzione che è costata cara a investitori considerati geniali e onnipotenti (con patrimoni di qualche migliaio di milioni di euro) e che dovrete togliervi dalla testa per il bene delle vostre finanze.

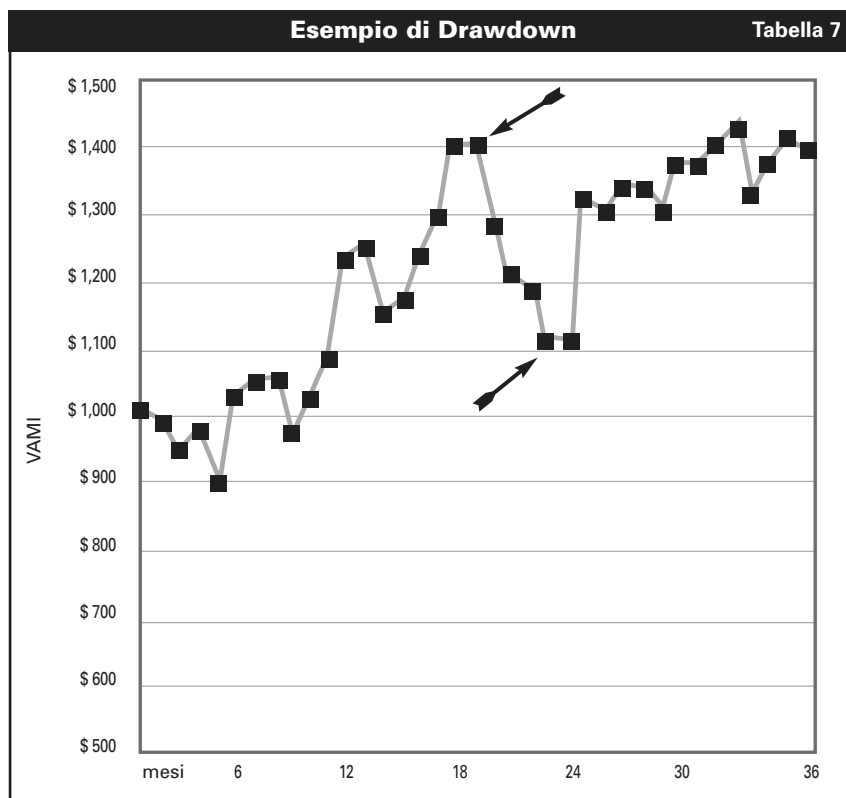
### **Il drawdown, questo sconosciuto...**

Ma anche scegliere un prodotto finanziario, titolo, fondo o trading system solo in base ai risultati passati va valutato con attenzione: sarebbe importante conoscere anche che tipo di oscillazione massima negativa ha avuto il servizio nel passato per comprendere se è compatibile con la nostra capacità di tenuta psicologica. Facile capire il risultato positivo realizzato nel passato ma sarebbe necessario comprendere anche come è stato raggiunto (numero di operazioni, ampiezza della perdita nelle fasi peggiori) per saper affrontare con maggiore consapevolezza l'eventuale fase "contraria" (drawdown in linguaggio finanziario anglosassone o massima perdita realizzata in italiano).

Chi valuta fondi, gestioni o portafogli con professionalità deve saper valutare, infatti, non solo la capacità di cogliere risultati con mercati impostati al rialzo ma anche quella di saper "sopportare" i ribassi nelle massime escursioni negative.

Un esempio? Nel periodo 23 maggio-9 ottobre 2002 il Portafoglio Difensivo consigliato da BorsaExpert.it ha perso il 17,26%. Nello stesso periodo l'indice Mibtel è arretrato del 30,68% replicato quasi in pieno dai fondi azionari come espresso dall'indice della categoria Fideuram Azionari. A oggi chi fosse entrato nel momento peggiore avrebbe quindi visto un'escursione contraria (drawdown) del 17,26% prima di rivedere i suoi soldi al punto di partenza e guadagnare (questo portafoglio negli ultimi 4 anni e mezzo ha registrato un rendimento del +140,26% circa contro una crescita nello stesso periodo del +35,4% dei fondi azionari Italia).

## Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?



Insomma quando si investe in Borsa occorre pensare anche alla “cattiva sorte” (guardare solo la “buona” può essere limitativo), consci che nelle fasi negative un buon obiettivo realistico potrebbe essere nel tempo quello di perdere qualche punto percentuale in meno del mercato.

*“Date i soldi a chi vi parla dei rischi che correte, non a chi snocciola buoni rendimenti. E non illudetevi che avere strumenti d’analisi più numerosi e sofisticati, vi faccia diventare infallibili”* consiglia in proposito Robert Engle, premio Nobel per l’economia.

## CAPITOLO 2

Come è possibile calcolare questo “drawdown” per un portafoglio azionario nel tempo, ancora più facile è calcolarlo per un fondo d’investimento o un prodotto finanziario in circolazione se è quotato da diversi anni e ha affrontato fasi alterne di mercati caratterizzati da forti rialzi e forti ribassi.

Conoscere questo dato può essere interessante per costruire la propria diversificazione di patrimonio e valutare un prodotto non limitandosi solo a guardare la performance realizzata ma anche facendosi un’idea di quale prezzo “minimo” occorrerà sopportare nel futuro in termini di volatilità. Privilegiando quando possibile i prodotti a minore volatilità se non sopportiamo il tagadà dei mercati.

Che tipo sei? Quanto hai paura di perdere?

#### **IN SINTESI**

**In Borsa non conta vincere una sola regata o essere protagonisti di una stagione ma dimostrare di saper resistere a tutti i mari, a tutti i venti e a tutte le condizioni, realizzando risultati buoni con regolarità. Tante volte è capitato a molti risparmiatori di comprare magari un fondo (con il criterio dello specchio "retrovisore") solo perchè negli ultimi 6 o 12 mesi aveva realizzato performance spettacolari, per poi scoprire che il meglio era già passato. Un comportamento sostanzialmente errato e storicamente improduttivo e dannoso come insegna la storia finanziaria. Nel medio-lungo periodo la Borsa ha rappresentato fino a oggi uno dei migliori investimenti ma non tutti i risparmiatori hanno la stessa tempra nell'affrontare i tempi bui che ciclicamente si alternano. L'aleatorietà dei mercati significa non scommettere contro il tempo e l'esperienza di questi ultimi decenni di cicli borsistici insegna quindi che pochi anni non sono un periodo di tempo sufficiente per "scommettere" sui guadagni in conto capitale sul mercato borsistico. Meglio in questi casi puntare su investimenti più tranquilli, riservando alle azioni solo una quota ridotta e non preponderante. Per investire con successo (e senza delusioni) bisogna quindi prima di tutto conoscere se stessi. Le motivazioni che ci spingono ad operare, la nostra capacità di autocontrollo e disciplina. Poi il mercato.**



# L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

Le fasi di calo della borsa fanno parte dell'ordine naturale delle cose  
quanto una tempesta in Colorado nel mese di gennaio.  
Se siete preparati, non possono farvi male.

Peter Lynch

Qual è il miglior metodo per guadagnare in Borsa? Si può guadagnare in modo tranquillo senza correre troppi rischi?

Su questo argomento da anni grandi gestori e trader si interrogano, pubblicando studi e combattendo con il mercato una guerra quotidiana dove il bottino è la performance. Si possono trarre lezioni valide?

Un'unica certezza fra gli studi pubblicati sull'argomento: non esistono metodi "sicuri" in grado di garantire l'assoluta certezza di "comprare basso" e "vendere alto".

Non c'è purtroppo una ricetta precisa ed anche in questo sta uno degli aspetti affascinanti dell'investimento in Borsa: si tratta di una continua sfida intellettuale che si vince con dedizione, intelligenza e nervi saldi.

La legge dell'equilibrio fra rischio e rendimento (che volgarmente è tradotta in italiano maccheronico con il detto "chi non risica, non rosica") non conosce significative deroghe. In compenso il tempo può essere un buon alleato nel realizzare i propri obiettivi di investimento come diverse statistiche hanno indicato nel capitolo II.

A patto, naturalmente, di seguire un criterio coerente di strategie di investimento e non cambiare continuamente metodo e approccio. E lasciar deci-

dere il “market timing” per non investire massicciamente al tempo dell’Euforia e uscire nella fase della Depressione.

*“Ho iniziato a investire in Borsa nel 1985 quando il giornalista Giuseppe Turani scriveva del nuovo Miracolo economico italiano – mi scrive un risparmiatore – e nei borsini si assisteva al fenomeno “panino e listino”. Scoprii così la Borsa e sottoscrissi diversi fondi azionari formandomi un giardinetto di titoli, fra cui anche matricole. Il crollo del maggio ’86 a Piazza Affari per le improvide dichiarazioni del Ministro delle Finanze Rino Formica e successivamente il crollo nel settembre ’87 a Wall Street mi hanno convinto che le azioni non erano per me e ne sono uscito con un –70% del patrimonio iniziale. Tutto questo fino agli inizi del nuovo millennio quando mi sono lasciato contagiare dal clima di Nuova Era da un promotore finanziario. Ho sottoscritto dei fondi azionari con peso maggiore, naturalmente, per quelli legati a Internet e alle nuove tecnologie. Con precisa scelta dei tempi sono entrato anche questa volta poco prima del picco massimo poiché dal marzo 2000 è arrivato lo boom della new economy culminato con l’attentato alle Torri Gemelle dell’11 settembre 2001. Morale, ho visto nuovamente il mio patrimonio subire una perdita del 70%. Naturalmente la Borsa è poi sempre risalita dopo le mie uscite e mi domando se nel mio caso sia meglio tenermi sempre lontano dalle azioni, visto il chiaro rapporto di scarsa ‘empatia’ reciproca. Che ne dice”?*

Il caso di questo risparmiatore col dono dell’ironia (ma non del market timing di Borsa, ovvero della scelta del momento ottimale per investire o disinvestire in azioni) è meno isolato di quanto si possa credere, come vedremo nei capitoli successivi, ma appare evidente come possa essere controproducente per il proprio patrimonio muoversi sul mercato a “braccio”, sull’onda dell’euforia e delle favolose performance appena realizzate dai mercati.

Negli ultimi vent’anni, se questo risparmiatore avesse mantenuto inalterato il suo investimento azionario, il suo patrimonio si sarebbe accresciuto del +1.314,8% secondo l’andamento dell’indice Comit Performance (+13,45% il rendimento medio composto su base annua). A seguire il suo intuito e il proprio stomaco questo risparmiatore ha visto invece il capitale in azioni ridursi del -91%.

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

Mi è capitato innumerevoli volte di trovarmi di fronte a risparmiatori di questo tipo (della serie: maledetto il giorno che ho investito). Se un portafoglio, un fondo d'investimento o un trading system perdono terreno a favore di un altro, invece che reputare questo evento tutto sommato normale e accettare la possibilità che un sistema possa ritracciare (il ciclo dei mercati può durare molti anni come abbiamo visto nei capitoli precedenti), la tendenza di questa classe di investitori è quella di scegliere con regolarità inquietante la soluzione peggiore. Si effettua un passaggio ("switch") da un prodotto a un altro nel momento peggiore o si liquidano le posizioni magari proprio prima di una decisa risalita.

Questa decisione si può ritenere condivisibile se scaturisce da una strategia precisa, ma il più delle volte essa si rivela rovinosa perché basata su aspetti puramente psicologici del tipo: via il dente, via il dolore. Una falsa strategia che si associa magari a quella di passare a qualche altro "sistema" che si trova in situazione opposta, magari al massimo della curva dei profitti. Col risultato, dopo breve tempo, di verificare spesso che il sistema o il portafoglio "maledetto" invertono la tendenza e tornano a salire mentre quelli ritenuti più performanti e "del momento" iniziano inevitabilmente a perdere colpi, accusando una forte discesa. Si esce dal sistema "buono" ai minimi, poco prima della sua partenza verso l'alto, per entrare puntuali ai massimi di quello che sarà il sistema "cattivo".

Una revisione della propria diversificazione di portafoglio (asset allocation nel linguaggio finanziario anglosassone che è stato massicciamente importato nello slang finanziario italiano) che quasi sempre serve nel tempo a peggiorare la situazione di partenza e arricchire di commissioni banche, promotori e consulenti ma che fornisce l'idea illusoria di seguire attivamente i propri investimenti e "fare qualcosa".

Isac Newton, una delle menti più brillanti del millennio scorso, ai tempi di quella che viene definita la bolla speculativa della "Compagnia dei Mari del Sud" provò sulla propria pelle quanto può essere frustrante scoprire la legge di gravità e le regole del calcolo infinitesimale per poi perdere in Borsa in



modo sistematico. Dopo che uscì dal mercato azionario, preoccupato dalla crescente volatilità, il mercato riprese a salire, toccando picchi sempre più elevati. Tanto che Newton si decise a riacquistare un pacchetto di azioni ben più cospicuo: purtroppo proprio alla vigilia del crollo del mercato. Una perdita per l'epoca veramente ragguardevole (stimata in 2 milioni di euro al valore attuale) che gli fece dire sulla Borsa una frase rimasta celebre: "posso calcolare i movimenti dei corpi celesti, ma non riesco a farlo con la follia delle gente".

Una dimostrazione evidente che per operare in Borsa con successo non è necessario avere un quoziente d'intelligenza superiore alla media. Anzi<sup>1</sup>... Bruce Kovner, considerato uno dei più grandi operatori del mondo sui mercati valutari, a tale proposito ha scritto: *"Credo che essere un grande gestore non abbia nulla a che fare con l'intelligenza; ritengo che i migliori traders siano infatti persone dotate di una fortissima sicurezza di se stessi e delle proprie opinioni, persone indipendenti e disciplinate a livello di semi-automatizzazione, persone senza manie di grandezza che riescono a prendersi i giusti rischi in ogni occasione, senza mai sbilanciarsi"*. Joe Ross, uno dei trader americani più famosi, spiega che l'attività del trading di Borsa non è per tutti. Inutile farsi illusioni. *"Con metodo, ma senza fiducia e coraggio, è meglio astenersi completamente dal trading – osserva Ross – Faremmo meglio a investire il nostro denaro nei titoli legati alle utilities o in obbligazioni... è necessario conoscere se stessi e i propri punti deboli, essere preparati emotivamente, mentalmente e fisicamente pronti ad agire quando è necessario senza rimanda-*

<sup>1</sup> Una ricerca statunitense pubblicata sul Journal of Psychological Science dell'Università di Harvard ha trovato che gli individui "disturbati emotivamente" sono pronti a gettarsi in scommesse ad alto rischio. E i pazienti con aree del cervello danneggiate si sono dimostrati più competitivi negli investimenti. La tesi di questa ricerca è che lo psicopatico sa investire perchè non ha paura di rischiare. "Il ragionamento frena l'istinto e blocca le speculazioni". Gli individui sani, anche di fronte al timore di una piccola perdita, preferiscono tirare i remi in barca pur sapendo che il premio sarebbe cospicuo. Il fenomeno, noto tra gli psicologi con il nome di "avversione miope al rischio", è tipico degli individui razionali e a lungo andare sembra comprometterne l'efficienza nel settore della finanza. "I migliori investitori di Borsa - è la conclusione cui è giunto Antoine Bechara, neurologo dell'Università dello Iowa - hanno probabilmente tratti tipici dello psicopatico funzionale". Questi tratti, suggerisce anche un volume patrocinato dal National Institute of Health dal titolo *"The Psychopaths"*, sarebbero diffusi all'interno delle nostre società molto più di quanto non si creda.

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

*re... si deve imparare a dominare la propria avidità e a raggiungere un autocontrollo tale che consenta di gestire non solo le proprie emozioni, ma anche i propri pensieri. Si tratta di un obiettivo difficilissimo anche se non impossibile... le perdite ci sono e ci saranno sempre... è meglio subire una serie di piccole perdite che non una sola grossa sconfitta... se si ritiene di non riuscire ad accettare il fatto di subire delle perdite, allora non si è tagliati per questo tipo di attività”.*

Attenta selezione dei titoli (non tutte le azioni sono uguali) ma anche pazienza. Peter Lynch spiegava con un esempio che questo significa che la maggior parte delle persone (l'87%) acquista le azioni a 50\$ ma poiché le azioni possono oscillare del 50% significa che esse in media possono salire fino a \$75 e calare fino a \$25 nello stesso anno. La persona acquista un po' di più a 70-75\$ e poi capicola vendendole a 25\$. Il miglior modo per farsi uccidere dal mercato azionario. Il consiglio di Lynch era quindi quello di non affidarsi mai alle emozioni ma solo ai fatti (un fatto è un inaspettato profit warning che ci avverte che la società sta subendo una crisi che non avevamo previsto o che il settore è entrato in crisi; un'emozione è affidarsi all'istinto). “*Se una società non ha cambiato la sua politica, i suoi piani, il suo approccio, la sua redditività e le azioni vanno al ribasso, conservale. Perché se lo fai, sta pur sicuro che esse ritorneranno su, come avviene nella maggior parte dei casi*”. Da qui il consiglio ribadito di investire soltanto quello che non influenzerà negativamente il nostro stile di vita: “*devi essere in grado di accettare che potrai avere delle perdite periodiche, non agitarti e farti prendere dal panico*”. Lynch dice che se 7 azioni su 10 di quelle su cui ha investito salgono esulta, se solo 6 su 10 si rivalutano è contento. E 6 su 10 è tutto quello che ci vuole per essere in cima.

### **Tanto e velocemente...**

La lezione “numero uno” sarebbe quindi quella di avere un metodo (anche banale come quello di restare sempre investiti in azioni senza farsi turbare dal tagadà dei mercati) e non affidarsi al caso o al puro intuito per movimentare il proprio patrimonio in azioni. Se una gestione passiva (come quella di chi cerca di replicare il più possibile fedelmente gli indici di Borsa) viene considerata troppo avvilita e di scarsa soddisfazione, si può puntare su una gestione attiva con l’obiettivo di far meglio del mercato. Nulla assicura che questo obiettivo verrà realizzato e che anche la migliore gestione di questo tipo possa per lunghi periodi fare peggio del mercato.

Quasi tutti i fondi d’investimento dichiarano di fare “gestione attiva”, ovvero, grazie ai propri comitati di gestione formati da analisti, banchieri ed economisti, di puntare a fare meglio del mercato, selezionando le azioni e i settori dalle migliori prospettive grazie a incontri con le società quotate, studi mirati e complicate analisi econometriche. Non si è mai visto sul mercato nessun gestore dichiarare di voler far peggio del mercato: eppure, come vedremo nel capitolo IX, sono una minoranza i fondi d’investimento che riescono a mantenere questo obiettivo considerato anche che la maggior parte delle azioni detenute dai fondi sono le stesse e nella stessa proporzione che compongono gli indici principali di Borsa. Una candida bugia.

Darsi una serie di regole precise per acquistare o vendere un titolo significa, per gli amanti dell’analisi quantitativa e dell’analisi tecnica, dotarsi di un “trading system”.

Ma cos’è un trading system? Una serie di regole sistematizzabili dove le ragioni di acquisto e di vendita (semplici o difficili che siano) vengono in un certo senso “ingegnerizzate”. Secondo una definizione più scientifica riportata da Emilio Tomasini, Enrico Malversi, Massimiliano Scorpio nel libro dedicato a questo argomento (Il trading sistematico di Borsa, Franco Angeli Editore) *“il termine sistema indica un insieme di idee, principi, regole, procedure, leggi interrelate per entrare e uscire da un mercato allo scopo di generare sistematicamente profitti”*.

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

Un approccio che trovo spesso condivisibile (se l'analisi è corretta e impietosa e si valutano obiettivamente tutti i pro e i contro, partendo dall'assunto che comunque anche le migliori performance passate non sono garanzia di eguali risultati futuri) poiché è l'opposto di una gestione casuale ed emotiva. Avere un piano in testa (soprattutto con mercati che vanno nella direzione opposta a quella sperata) è altamente consigliabile per non perdere non solo la testa ma anche il capitale.

Altrimenti, il rischio è quello di stare a seguire gli innumerevoli "input" che arrivano da mille fonti diverse (agenzie di stampa, siti internet, report di banche d'affari, televisioni finanziarie, esperti, giornali, amici, promotori, newsletter "riservate"), finendo spesso col rimanere con il classico cerino in mano (dei media parleremo nel capitolo VIII). Come si sa, la fine della storia è quasi sempre negativa per gli ultimi arrivati. Considerato anche che spesso gli stessi iniziali "propagatori" cambiano e rivedono il suggerimento iniziale (magari uscendo dal titolo prima fortemente consigliato) mentre i "ricettori" restano invece incastrati. Ma i trading system non sono comunque da considerarsi sistemi miracolosi. I falsi segnali sono sempre dietro l'angolo e l'esperienza dice che la prova del tempo e del denaro reale è fatale per molti investitori: pochi hanno la costanza di applicare un sistema disciplinato nel lungo periodo.

*"Nei tornei per campioni – sottolinea Emilio Tomasini<sup>2</sup>, fondatore della Top Trader Cup e di Lombard Report – con 30.000 euro di capitale si possono guadagnare da 100 a 200.000 euro annui".* Ma si tratta di eccezioni. Una ricerca condotta nel 2002 dal formatore ed esperto di finanza comportamentale Stefano Calamita registrò che a distanza di 12 mesi, il 95% dei trader aveva perso o al massimo era finita in pareggio. *"La semplicità inganna – commenta Calamita – c'è una difficoltà di accesso molto limitata e nei periodi effervescenti i gua-*

<sup>2</sup> Citazioni tratte da un articolo de Il Sole 24 Ore del 16/10/2006. Emilio Tomasini nella seconda metà degli anni '90 ha dato vita all'esperienza di Lombard Report.com, un sito dedicato ai trader online che è diventato un punto di riferimento per gli appassionati ed esperti di trading system aperto alla collaborazione dei migliori trader, selezionati anche dal campionato di Borsa Top Trader con denaro reale: la prima iniziativa di questo tipo lanciata in Italia sul modello di analoghe iniziative Usa.

*dagni sono semplici. Quando, però, il trend di mercato cambia, se non si è preparati ci sono molti problemi”.*

Stare dietro alla tendenza e cambiare continuamente strategia è l'anticamera di fallimenti sicuri: meglio “perdere” con metodo. Per questo motivo ogni risparmiatore dovrebbe trovare per il proprio stile di vita un approccio non emotivo agli investimenti considerato che in Borsa non paga il genio a “sprazzi”. Lo dimostrano le storie di successo di grandi investitori che in questi anni hanno fatto meglio del mercato, seguendo un approccio di questo tipo. E le storie finite spesso male di chi ha puntato tutto sull'improvvisazione e l'intuizione del momento.

In Borsa, infatti, non esistono “sistemi miracolosi” che fanno solo guadagnare e ciascun investitore dovrebbe conoscere il concetto di “drawdown”, la perdita dal picco massimo, illustrata nel capitolo 2.

### **Meglio uscire... o no?**

Vi sarebbe piaciuto investire in questi decenni attaccati al carro di gestori come Peter Lynch o Warren Buffett? E vedere il vostro patrimonio salire in un ventennio magari da mille a 70mila con un rendimento annuale record del 25%? Quello che hanno realizzato questi super money manager.

Detto oggi col senno di poi nessun investitore non accetterebbe questa proposta indecente. Nella realtà non è affatto da escludere che nel passato molti risparmiatori che avessero sottoscritto il fondo Magellan di Lynch o le azioni Berkshire Hathaway di Buffett abbiano avuto l'infelice idea di uscire troppo precipitosamente. Preoccupati (come vedremo nel capitolo dedicato ai media) dalle notizie negative, dalle previsioni degli economisti, dal rialzo del petrolio, dei tassi d'interesse o dal ribasso del cotone.

*“Se il Governatore della Fed Alan Greenspan mi sussurrasse nell'orecchio la politica monetaria che intende attuare nei prossimi due anni, ebbene non cambierei di una virgola le mie decisioni di investimento”.* Così Warren Buffett, uno dei più grandi investitori di tutti i tempi (nonché uno degli uomini più ricchi del pianeta)

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

ha efficacemente smitizzato l'importanza degli eventi congiunturali sulle scelte di acquisto delle azioni in Borsa nel medio-lungo periodo. In altre parole, secondo Buffett (il cui successo nel campo degli investimenti negli ultimi 30 anni è fuori discussione) occorre non dare troppo peso al flusso di notizie continue sul fronte macro-economico.

Secondo Buffett, anche quelle notizie che tutti gli operatori aspettano con ansia e cercano in qualche modo di anticipare con analisi, riunioni, interviste e sondaggi rischiano di portare fuori strada l'investitore. Tutte queste notizie lanciate come un mitragliatore dalle agenzie di stampa, secondo Buffett, influiscono assai poco sulle performance degli investimenti azionari: la sua filosofia e quella di tanti altri investitori di successo è di guardare alla qualità dell'azienda in cui si vuole investire, qualità che è descritta nei cosiddetti fondamentali.

La società di Buffett che rappresenta una sorta di conglomerato è quotata a Wall Street e si chiama Berkshire Hathaway. Celebri le assemblee dove partecipano in migliaia da tutto il mondo, accorrendo a Omaha nel Nebraska. Un vero happening all'americana con tanto di ballerine e gare sportive. La società che ha come maggior azionista quel Warren Buffett considerato il più grande investitore azionario di tutti i tempi. Il miliardario più miliardario degli Stati Uniti dopo Bill Gates di cui è amico ma non socio in Microsoft (perché dice che è un'azienda di cui non conosce bene il business).

Le sue performance non conoscono eguali. Il 71enne finanziere, da 37 anni alla guida della Berkshire, ha partecipazioni in una vasta gamma di società, dalla Coca-Cola all'American Express al Washington Post. E ha destato scalpore negli ultimi anni la sua decisione di ignorare il boom dell'alta tecnologia rimanendo fedele a una strategia di "value investing", cioè all'acquisto di titoli da prezzi bassi rispetto alle condizioni di mercato.

Negli ultimi 10 anni la performance della sua società è stata del +700% comparata al +200% del mercato. Nel momento peggiore dei mercati, all'indomani dell'11 settembre, Warren Buffett, a chi gli chiedeva lumi per comprendere da che parte andavano l'economia e le Borse, ha spiegato: *"non ho preso mai nessuna decisione guardando i dati macro-economici. Quando acquisto*

*un'azienda il mio orizzonte è ben superiore a qualche trimestre*". Una risposta tranciante a chi ogni giorno cerca di interpretare i dati e il sentiment borsistico per comprenderne l'evoluzione.

*"Ne ricevo anch'io a valanghe ma non li apro nemmeno - così Buffett si esprime parlando dei report degli analisti delle banche d'affari. - Mi farebbero guadagnare più soldi se mi inviassero direttamente i francobolli con cui imbustano le analisi"*.

Eppure tutta questa capacità di fare meglio del mercato non ha impedito allo stesso Warren Buffett di collezionare anni pesantemente negativi nelle performance borsistiche realizzate tanto che il valore delle sue azioni sono arrivate a perdere (a causa degli investimenti in portafoglio) oltre il 50%. Prima di avere ragione e ottenere il rendimento atteso i suoi sottoscrittori hanno così dovuto patire pesanti discese o periodi in cui il mercato sembrava volare ma le azioni Berkshire restare al palo, perché Buffett aveva deciso di non investire e restare sottoinvestito o perché aveva puntato su settori non propriamente "trendy" in quel momento.

Basta ricordare solo qualche anno fa, all'apice della passione per la Borsa dei risparmiatori di tutto il mondo, l'andamento deludente della sua società. Mentre i titoli della New Economy e i titoli tecnologici continuavano a segnare nuovi massimi Buffett espresse tutte le sue perplessità ("non compro quello che non capisco") beccandosi l'accusa di "non capire nulla dei nuovi mercati"<sup>3</sup>. Tanto che un quotidiano britannico, The Independent, ironizzò su Buffett con un articolo dal sottotitolo: *"Il genio della finanza del XX secolo ha forse superato la data di scadenza"?*

Ed erano molti i commentatori che ragionavano intorno al concetto che il "metodo Buffett" non funzionava più. Salvo sostenere la tesi opposta negli anni successivi quando con lo sbloom delle azioni TMT (un acronimo coniato nell'epoca che definiva le azioni destinate a salire di più dei settori telecomunicazioni, media, tecnologia) il conservatorismo negli affari del saggio di

<sup>3</sup> Nel 2001 Buffett ironizzava davanti ai suoi azionisti dichiarando "Posso già dirvi che abbiamo preso il XXI secolo per le corna, investendo nei settori d'avanguardia come i mattoni, i tappeti, i materiali isolanti e la pittura".

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

Omaha fu giudicato geniale. Il caso di Warren Buffett, giudicato “finito” nel periodo della bolla speculativa 1999-2000 quando le Borse salivano all'impazzata mentre la sua strategia non cambiava di un centimetro concentrandosi esclusivamente sulle società che “anche un cretino poteva dirigere”, è il miglior esempio di disciplina e coerenza nella strategia azionaria ma anche un chiaro esempio che non esiste alcun metodo o criterio borsistico valido in tutte le stagioni.

*“Ho avuto l'impressione che si fosse propagato un misterioso virus capace di produrre allucinazioni collettive che hanno avuto l'effetto di scollegare il prezzo delle azioni dal valore intrinseco”* ha spiegato dopo essersi preso la soddisfazione di assistere al crollo delle Borse e mentre il patrimonio di Berkshire Hathaway superava i valori massimi.

Cavalcare la speculazione non fa parte del DNA di Buffett e nonostante decenni di esperienza di Borsa non crede di far parte di quella stirpe di speculatori capaci di uscire pochi istanti prima del crollo. Un tipo di speculatori che *“sanno che se si fermeranno al ballo troppo a lungo saranno trasformati in zucche o ratti. Nello stesso tempo, non vogliono perdere un solo momento della festa. Hanno tutti l'intenzione di lasciare il salone di ballo un minuto prima di mezzanotte. Il problema è che danzano in una sala il cui orologio è privo di lancette”*. La conferma che in Borsa nessun investitore, anche il più grande, ha una retta dei profitti all'insù senza soste e ritracciamenti. Una qualsiasi strategia, per quanto possa essersi rivelata azzeccata nel passato, può nel presente (e anche per periodi significativi) mostrare dei limiti perché il mercato premia magari altri criteri o temi.

Purtroppo, la scarsa disciplina e fedeltà a un sistema (sempre che se ne segua qualcuno) spinge molti risparmiatori e traders a passare da un sistema all'altro alla ricerca della “formula magica”. E questo spiega perché molti operatori riescono a perdere in Borsa con “regolarità”. Una “defaillance” di un sistema, di un metodo o di una strategia per periodi superiori a qualche mese viene già considerata la spia di un “calo di forma” probabilmente permanente, l'avvisaglia della necessità di cambiare sistema (o gestore) perché si dà



quasi per scontato che un metodo buono sia in grado sempre di guadagnare di più, quando il mercato sale, o perdere di meno quando scende. Errori di valutazione o falsi segnali accettati volentieri a livello teorico ma rifiutati nella propria gestione del denaro dove concetti come il medio-lungo periodo, metodo e disciplina valgono sì ma per gli altri.

Quando un risparmiatore sottoscrive un prodotto finanziario la lettura nel prospetto dei rischi insiti nell'investimento (un consulente o un intermediario è sempre obbligato a mettere in evidenza soprattutto questi aspetti) dovrebbe prepararlo ad affrontare anche le fasi più buie così come la spiegazione dell'impossibilità di prevedere l'andamento dei mercati unita al concetto di volatilità e drawdown sempre presente nei mercati finanziari. Concetti che per numerosi investitori sono puramente teorici; possono riguardare il passato o gli altri ma non il proprio presente e futuro finanziario.

Guadagnare e (soprattutto) perdere soldi è evidentemente qualcosa che non si può spiegare in linea teorica e nemmeno simulare sul computer come avvisava già Livermore.

*“Ho sentito di gente che si diverte effettuando operazioni immaginarie sul mercato azionario per provare con dollari immaginari quanto sono bravi. Talvolta questi scommittitori fantasmi fanno milioni. (...) E' come la vecchia storia di quell'uomo che doveva scontrarsi in duello con un altro il giorno seguente. Il suo secondo gli chiese: “Spari bene?”; “Modestamente, posso colpire il gambo di un calice di vino da quindici metri” rispose il duellante. “Molto bene” disse il secondo, affatto impressionato. “Ma puoi colpire il gambo del calice di vino mentre il calice di vino sta puntando una pistola carica dritto al tuo cuore?”*

Sarebbe importante, invece, credere ai segnali e al metodo operativo scelto (naturalmente selezionandolo con attenzione) e non “mischiarlo” continuamente con altri.

Operare seguendo un metodo significa dedicare impegno, tempo, volontà. Buoni propositi che spesso si è disposti a sopportare solo a parole perché nella nostra mente di investitori c'è un conflitto interiore che nasce dal desiderio di guadagnare Tanto e Velocemente. Per questo è importante operare con

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

disciplina. Operando con soldi che non servono per esigenze primarie o acquisti importanti nei prossimi anni e mettendo sempre in conto di dover sopportare perdite, falsi segnali e tempi difficili. Altrimenti è meglio non investire in Borsa, ricordandosi che il sistema “perfetto” non esiste.

Joel Greenblatt<sup>4</sup> è un gestore di hedge fund di successo (il suo Gotham Partners Fund ha ottenuto per lunghi anni un rendimento medio del 40% annuo) solo comprando azioni americane e non facendo cose strane e incredibili come si presuppone che debba fare questo tipo di gestori “speculativi”. Insegna anche Finanza alla Columbia Business School e ha scritto alcuni libri interessanti. La prima guida era intitolata “Puoi essere un genio del mercato azionario (anche se non sei troppo intelligente)” ed è diventata un oggetto di culto nel mondo sofisticato degli hedge fund. La seconda guida, uscita più recentemente, “Il libricino che batte il mercato”, ha ottenuto recensioni entusiaste dal Wall Street Journal. In questo libro spiega una “formula magica” che è alla base del suo approccio e che dal 1985 a oggi gli ha permesso di ottenere un rendimento medio del 30% annuo contro il 12% medio annuo del mercato americano (ovviamente nominali). Un metodo che consiglia di seguire per almeno 3-5 anni senza preoccuparsi dei risultati. “Altrimenti è probabile che smetterete prima che la formula magica possa funzionare” osserva Greenblatt. “Ma se è così facile, perché non lo fanno tutti?” gli ha domandato giustamente Maria Teresa Cometto, una delle più brave giornaliste finanziarie italiane. *“Perché la formula magica funziona nel lungo termine, ma per periodi di uno-tre anni può andare male e pochi investitori, anche professionali, hanno la pazienza e la forza di non abbandonarla quando sono in rosso. Faccio due esempi: il gestore di un fondo comune che applicava una formula simile alla mia, per il primo biennio di attività andò così male (-25 punti percentuali rispetto al benchmark in un anno) che il terzo anno vendette il fondo; ma da allora lo stesso fondo, fedele alla formula iniziale, è diventato fra i più brillanti del mercato americano.*

<sup>4</sup> I titoli originali dei libri di Joel Greenblatt sono “The Little Book That Beats the Market” (John Wiley & Sons Editore) e “You Can Be a Stock Market Genius: Uncover the Secret Hiding Places of Stock Market Profits” (Simon & Schuster Editore).

### CAPITOLO 3

*Simile è la storia di un gestore di hedge fund che nove anni fa iniziò a investire secondo la filosofia 'value', ma per i primi tre anni le cose andarono male e quasi tutti i clienti lo lasciarono: lui ha avuto il coraggio di insistere e oggi la sua società ha performance record, una delle migliori a Wall Street, con 10 miliardi di dollari in gestione e centinaia di clienti, ma solo quattro con lui fin dall'inizio".*

Una lezione simile a quella che ha ispirato il criterio di gestione di Larry Hite, un trader considerato fra i 100 più importanti dello scorso XX secolo: *"Il mio trucco non sta in nessun metodo particolarmente segreto bensì nell'aver compreso sulla mia pelle come la gente tenda a sbagliare ripetutamente nello stesso modo. Prendete per esempio quelli che costruiscono sofisticati sistemi computerizzati: lavorano come matti per mesi e mesi, riescono a ottenere sistemi veramente validi... e poi finiscono inevitabilmente per abbandonarli nel momento in cui questi danno qualche indicazione sbagliata. La gente sbaglia da secoli: nel 1637 i tulipani in Olanda quotavano 5500 e due mesi dopo 50; nel 1929 Air Reduction era salita a 233 per poi crollare fino a 31; e ancora nel 1961 Texas Instruments era comprata a 277 per poi rovinare la gente con il crollo a 49 dollari. Il punto è che, assodato che la gente non cambia, occorre utilizzare un sistema unico, rigoroso, di comprovata affidabilità".* Non a caso si dice, infatti, che "esistono molti modi per ottenere il paradiso" e questo vale anche per i differenti approcci per investire sui mercati. Non esiste un metodo perfetto, né tantomeno unico. Se si analizzano le storie di investitori di grande successo<sup>5</sup> come Warren Buffett, Peter Lynch, William O'Neill, John Templeton, Ed Seykota... si rileverà come ciascuno ha adottato nella sua carriera un differente metodo. Ma tutti condividevano qualcosa: la disciplina e la coerenza nei rispettivi metodi. Perché, come dice Joe Ross, tra-

<sup>5</sup> Un libro che è un classico sulla storia e le esperienze dei top trader Usa è quello scritto da Schwager, Jack D. (1993), *Market Wizards: Interviews with Top Traders*. (Collins editore) che ha avuto anche un seguito in "The new market wizards" (Wiley Editore). In questi libri si comprende bene il modo di pensare dei più grandi top trader con interviste molto interessanti basate su psicologia, operatività ed errori da evitare. Una versione italiana ispirata all'opera di Schwager è quella curata dal compianto Michele Maggi insieme a Emilio Tomasini e Stefano Calamita dal "Top Trader d'Italia", un'intervista a 14 fra i migliori trader italiani edito dalla [www.tradinglibrary.it](http://www.tradinglibrary.it) che pubblica e vende migliaia di testi sull'analisi di Borsa. Michele Maggi è stato il fondatore del sito [www.tradinglibrary.it](http://www.tradinglibrary.it) ed è prematuramente scomparso il 24 marzo 2006. Un sito che è sempre una risorsa indispensabile per gli appassionati del trading a caccia di pubblicazioni specializzate in lingua italiana e inglese sull'analisi tecnica e quantitativa.

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

der americano di successo, *“anche gli orologi rotti hanno ragione due volte al giorno, e perfino strategie superficiali, attuate in modo impulsivo, possono occasionalmente dare profitti. Illudendo molti trader o risparmiatori di essere diventati dei geni”*. Salvo scoprire dopo anni di investimenti risultati inferiori a quelli di una tranquilla gestione in Bot.

*“Nel trading di Borsa conta pianificare tutto, anche le perdite e le sconfitte - spiega Ross - l'obiettivo è ridurle, non desiderare che spariscano. Sono un costo tipico come in un'attività imprenditoriale dove non possono esistere solo ricavi. La vera differenza fra investitori e trader vincenti e perdenti è proprio questa: i primi pianificano le perdite, gli altri no”*.

La storia della Borsa è, infatti, da molti secoli piena di “infatuazioni” collettive, di settori dimenticati e poi riscoperti, poi nuovamente dimenticati con andamenti borsistici “irrazionali”, spiegabili solo con l'ausilio della psicologia. A tal proposito Ben Graham, uno dei maestri dell'analisi fondamentale e mentore di Warren Buffett, raccontava una storia che aiuta a comprendere il comportamento irrazionale di certi investitori. E a far attenzione alle voci di Borsa che spesso contagiano il mercato, confondendo realtà e apparenza. Vale la pena rileggere questa storia poiché istruttiva e divertente.

*“Un cercatore di petrolio muore e sale in paradiso, dove incontra San Pietro che, con rammarico, gli comunica una cattiva notizia: “Il tuo posto è qui”, dice san Pietro, “ma, come puoi vedere, il reparto riservato alla tua professione è completo. Non c'è modo di poterti inserire”. Dopo averci pensato un attimo, il cercatore chiede il permesso di dire due parole agli occupanti di quel settore. A San Pietro la cosa pare innocua, sicché glielo accorda. Il cercatore porta le mani vicino alla bocca e grida: “Trovato il petrolio all'inferno!” Immediatamente tutti i cercatori si precipitano fuori, dirigendosi di gran carriera verso l'inferno. Impressionato, San Pietro invita il furbo cercatore a entrare e accomodarsi. Il cercatore esita qualche istante, poi fugge dicendo: “Vado con gli altri. Ci sarà ben qualcosa di vero in quella voce se tutti ci hanno creduto!”*

Una storiella illuminante che anche Buffett ama raccontare per dimostrare quanta poca logica e razionalità ci siano in Borsa, considerando tutte le persone apparentemente esperte che si muovono intorno a Wall Street.

## **Quanto è duro trovare il market timing giusto.**

Il market timing, ovvero la ricerca del “momento giusto” per comprare e per vendere, è una pratica estremamente complicata se non si adotta un vero trading system unito a un sistema di money management. Ovvero individuare criteri univoci, coerenti e sistematici per entrare e uscire uniti a un’attenta gestione delle disponibilità finanziarie.

William O’Neil, gestore di successo e fondatore di Investor’s Business Daily, il primo quotidiano Usa dedicato ai risparmiatori, ha affermato spesso che *“anche se si possedesse un metodo che permettesse di realizzare un 75% di operazioni in guadagno, il trader potrebbe incappare in una serie di 10 operazioni di seguito in perdita e se l’ammontare investito in tali operazioni fosse sproporzionato rispetto al capitale totale posseduto, la rovina sarebbe assicurata”*.

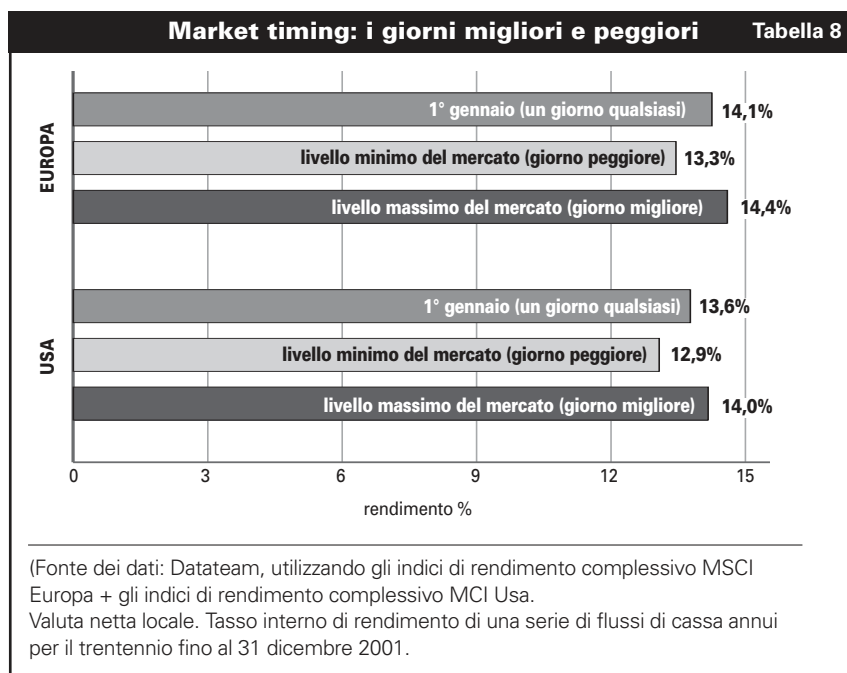
Un consiglio prezioso per chi vuole comunque gestire il proprio patrimonio con una strategia flessibile e deve preoccuparsi non solo di elaborare una strategia valida ma anche delle regole di money management<sup>6</sup>.

Per chi vuole attuare una strategia passiva come quella di accontentarsi di voler replicare i mercati senza voler cavalcarne le onde, “molto meglio definire i propri obiettivi e restare fedeli ad essi in ogni fase di mercato” spiegano i gestori di Fidelity in una serie di consigli ai propri sottoscrittori di fondi<sup>7</sup>. Un consiglio condivisibile se siete dei risparmiatori con poco tempo o metodo alcuno per seguire il vostro patrimonio.

<sup>6</sup> Per money management si intende il complesso delle regole per aprire o chiudere una posizione e gestire la liquidità. La corretta gestione dei guadagni o delle perdite, in un trader, è essenziale per preservare il capitale limitando le perdite e massimizzando i guadagni

<sup>7</sup> Sul sito [www.lamiainanza.it](http://www.lamiainanza.it) si possono leggere diverse guide elaborate dagli esperti di Fidelity, il colosso del risparmio gestito in Italia che vanta molti fondi al top come performance da diversi anni grazie a una gestione realmente attiva.

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...



La tabella 8 riportata è un'elaborazione effettuata dai gestori di Fidelity per dimostrare la teoria dell'assurdità di molti risparmiatori di ricercare il "giorno migliore". Nel grafico si evidenzia, infatti, la differenza che si ottiene investendo il giorno "migliore", il giorno "peggiore" e un giorno qualsiasi (in questo caso, il primo giorno dell'anno). Nel lungo periodo di tempo esaminato (un trentennio), coerente con quello che dovrebbe essere l'orizzonte temporale di un investimento azionario, appare evidente come la scelta del giorno migliore o peggiore (puramente ipotetica poiché come ha scritto uno dei più grandi trader di tutti i tempi, Larry Williams, "Dio quando ci ha creati non ha voluto donarci la facoltà di "vedere nel futuro") non cambi sostanzialmente il ritorno sugli investimenti.

*“Quando la Borsa scende si può avere la tentazione di liquidare i propri investimenti e di aspettare finché le condizioni non migliorino nuovamente. In teoria, questa sorta di “market timing” appare un piano allettante. Ma in pratica si potrebbero non ottenere i risultati sperati. È impossibile prevedere con precisione quali saranno le fasi successive che i mercati affronteranno. Anche quando i mercati ricominciano a recuperare, probabilmente in base alle previsioni di alcuni esperti, il recupero avrà vita breve. Per un corretto “market timing” è necessario prendere due decisioni: il momento migliore per acquistare e il momento migliore per vendere, ed è questo a complicare il tutto...”* osservano gli esperti di Fidelity.

Il risultato del “market timing” casereccio seguito purtroppo da milioni di risparmiatori è invece quello di muoversi “controtempo” con i mercati: diminuire l’esposizione quando i mercati scendono convinti di poter poi rientrare quando le acque si sono calmate. Acque che diventano comunque infide, visto che si rientra spesso a livelli superiori convinti dall’euforia crescente verso i mercati che si diffonde paradossalmente (con giornali finanziari e analisti come “untori”) prima di un nuovo capitombolo.

I gestori della società di gestione Anima hanno calcolato qualche anno fa che in base al comportamento medio (e reale) dei sottoscrittori del loro Fondo Trading, tra i migliori prodotti italiani degli ultimi dieci anni, a fronte di un rendimento medio del fondo dell’11% nel periodo esaminato, il 50% dei loro clienti ha realizzato una performance negativa e oltre il 90% ha ottenuto un risultato comunque inferiore alla media!

Un’analisi confermata da un’indagine shock (poco nota) sul comportamento dei sottoscrittori di fondi d’investimento italiani resa nota da Monte dei Paschi nel marzo 2005 alla vigilia dell’assemblea annuale di Assogestioni. Se la performance media ponderata dei fondi italiani negli ultimi 20 anni è stata intorno al 400% (ma +800% quella dell’indice Comit Performance!), tenendo conto del flusso di sottoscrizioni e riscatti, si può dire che gli investitori in fondi si sono messi in tasca solo il 40% circa di quella plusvalenza.

*“È un po’ come comprare un’auto che può andare a 200 chilometri all’ora per viaggiare a 80 - ha commentato Alberto Foà, amministratore delegato di Anima, fra le*

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

*società di gestione del risparmio che meglio si sono comportate in questi anni in Italia in termini di rendimento - Il classico errore è quello di non distinguere tra quanto successo nell'immediato passato e quanto potrà accadere in futuro, confondendo il fondo con uno strumento speculativo. Invece, la realtà dimostra che con il fondo comune meno si cambia di solito meglio è. I fondi di liquidità nel giugno 2000 pesavano per il 4% sul patrimonio totale dei fondi; a fine 2004 avevano più che quadruplicato la loro quota. Nello stesso periodo, gli azionari sono passati dal 38 al 26,1%. E nel giugno 2003, non lontano dall'ultimo minimo di borsa che ha preceduto il recupero, si era scesi al 20%”.*

In un articolo pubblicato il 19 ottobre 2002 sul sito di un'associazione dei consumatori<sup>8</sup>, Giovanni Donati ha giustamente evidenziato: nei 16 anni precedenti al 2000, il rendimento medio dei fondi comuni azionari distribuiti negli Stati Uniti (che, detto per inciso, sono molto più efficienti dei nostri) è stato del 14% annuo. Il rendimento medio degli americani che hanno investito negli stessi fondi è stato del 5,3%! Perché questa enorme differenza? Semplice: *perché li hanno comprati e li hanno venduti, mediamente, sempre nel momento sbagliato!* Nel tentativo di non farsi sfuggire i periodi positivi di Borsa e di cercare di limitare le perdite nei periodi negativi, hanno sempre, regolarmente, finito per guadagnare meno della metà di quello che avrebbero potuto guadagnare semplicemente stando fermi.

Quando si decide di modificare un investimento fatto in base ad una previsione nel caso in cui questa non si realizzi, per recuperare la perdita sarebbe necessario fare una modifica che produca un rendimento doppio. Dopo due errori consecutivi sarebbe necessario avere un rendimento quadruplo per recuperare. In breve tempo è impossibile recuperare la perdita subita in seguito a scelte sbagliate. Ma quel che è peggio è che questo rischio produce ancora una volta incertezza: non è calcolabile e non è controllabile”.

<sup>8</sup> Aduc, [www.aduc.it](http://www.aduc.it)



## Aspettando il momento perfetto

Dei rischi di voler giocare sui mercati con operazioni veloci da scalper o heavy trader<sup>9</sup> parleremo diffusamente nel capitolo V. Appare comunque evidente che uscire dal mercato senza una strategia e poi assistere a una risalita è una doppia frustrazione. Si rischia di essere “fuori dal mercato” proprio quando non è il momento ovvero nei giorni in cui l’andamento di Borsa è in forte ripresa.

Essere sempre presenti sui mercati azionari e continuare a investire significa invece dare al proprio portafoglio maggiori probabilità di guadagni, assorbendo più facilmente l’impatto provocato dalle fluttuazioni a breve termine. Nelle tabelle 9 e 10 si può visualizzare cosa sarebbe accaduto a stare fuori dai mercati nei giorni di maggiore rialzo. Da questi dati si rileva come a rimanere fuori dai mercati anche solo per pochi giorni, ma importanti, nel periodo di 5 anni si determini una notevolissima differenza di performance.

<b>Indice MSCI USA dal 11/05/1994 al 11/05/1999</b>		
	<b>rendimento totale</b>	<b>rendimento annualizzato</b>
Intero periodo	262,2%	29,4%
Esclusi i 10 gg migliori	153,9%	20,5%
Esclusi i 20 gg migliori	91,1%	13,8%
Esclusi i 30 gg migliori	48,4%	8,2%
Esclusi i 40 gg migliori	18,3%	3,4%

**Tabella 9**

<sup>9</sup> Scalper e heavy trader sono la moderna definizione di risparmiatori dediti alla speculazione di Borsa orientata al brevissimo periodo con decine di operazioni effettuate anche all’interno della stessa giornata. Un fenomeno che osserveremo nel capitolo V che si è sviluppato grazie al calo delle commissioni di intermediazione e alla possibilità di negoziare online prodotti finanziari di ogni tipo con piattaforme sempre più simili a quelle professionali.

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

Indice Comit dal 11/05/1994 al 11/05/1999		
	rendimento totale	rendimento annualizzato
Intero periodo	91,4%	13,9%
Esclusi i 10 gg migliori	24,8%	4,5%
Esclusi i 20 gg migliori	-8,6%	-1,8%
Esclusi i 30 gg migliori	-30,5%	-7%
Esclusi i 40 gg migliori	-46,1%	-11,6%

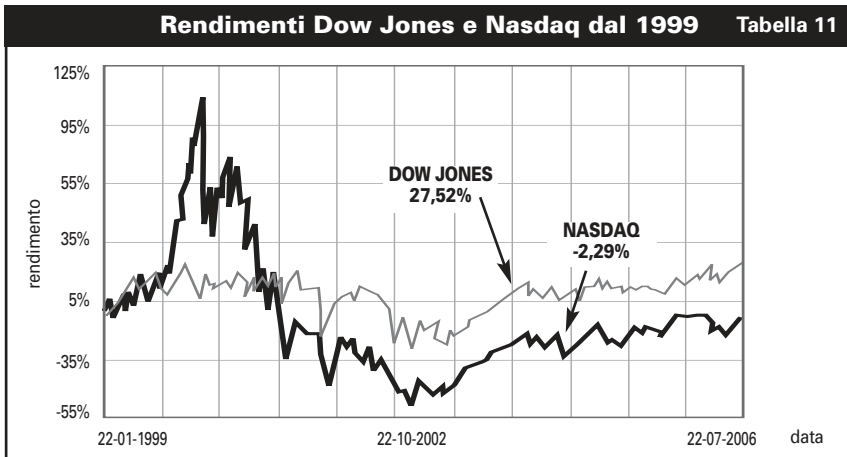
Tabella 10

Il rischio ulteriore, associato a una gestione “a braccio” dell’investimento azionario, è scegliere poi il “momento giusto” per dirla con le parole di David Elias scritte nel 1999 nel discusso libro “Dow 40,000: Strategies for Profiting from the Greatest Bull Market in History”.

*Un esempio di ciò che potrebbe succedere quando un individuo aspetta il “momento perfetto” per investire sul Dow Jones è rappresentato dalla lunga storia di un mio amico di nome Joe. Joe cominciò a chiamarmi nel 1982 quando il Dow Jones era appena superiore a quota 1.000, alla ricerca del momento giusto per investire in azioni. Nel corso degli anni, continuò a tirarsi indietro con varie scuse in attesa del momento giusto per investire in azioni. Nel corso degli anni, continuò ad aspettare il momento perfetto. Oggi all’età di 62 anni, Joe ha ancora il suo denaro parcheggiato in certificati di deposito bancari; ha perso l’intero rialzo di mercato con tutti gli straordinari massimi e nemmeno ora si rende conto che il momento perfetto non esiste. Quando il mercato si rialza da una caduta, in genere vola verso nuove vette.*

Una storiella divertente che ci porta a chiederci se poi l’amico Joe ha rotto gli indugi ed è entrato sull’azionario proprio nel marzo 2000 (quando il rialzo del mercato, come vedremo nel capitolo VI, aveva convinto la maggior parte degli esperti e degli economisti sull’avvio di una Nuova Era) convinto dalle parole di Elias che non esisteva il momento perfetto. Sarebbe stato una vera iattura

perché da quota 1.000 del 1982 meno di 10 anni dopo l'indice Dow Jones era più che decuplicato, toccando un massimo nel gennaio 2000 a quota 11.750 prima di crollare fino a quota 7.460 nell'ottobre 2002 (in ogni caso proprio nel settembre 2006 il Dow è ritornato in prossimità dei valori massimi storici mentre il Nasdaq, l'indice dei titoli più tecnologici, è ancora sotto del 56%!). Joe avrà comunque capito ancora di più che il "momento perfetto" in Borsa per entrare non esiste. Come nel film con l'attore americano George Clooney come protagonista esiste però "La tempesta perfetta"...



**Calma e gesso, l'emotività è nemica degli investitori. Parola di premio Nobel.**

Nell'investimento nei mercati finanziari emerge così sempre di più l'importanza del lato psicologico degli investitori. Un aspetto, quello della psicologia di Borsa, che magari farà sorridere qualcuno ma che in Paesi come gli Stati Uniti (dove la cultura finanziaria in fatto di investimenti azionari vanta una tradizione senza confronti con quella italiana se si pensa che lì i fondi d'inve-

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

stimento o l'analisi tecnica si sono sviluppati 60 anni prima che in Italia) ha dato vita a una ricchissima pubblicistica con il coinvolgimento crescente di università importanti. Ne è una testimonianza emblematica il premio Nobel per l'economia assegnato a Daniel Kahneman<sup>10</sup> ma anche il successo in Usa di libri come "The new market wizards" di Jack D. Schwager (Wiley editore) dove dalle interviste a trader di fama mondiale si scopre che il segreto di investitori eccezionali passa spesso più attraverso la psicologia e la disciplina che (come molti pensano) tramite tecniche di investimento elaborate.

Il successo recente della "finanza comportamentale" ci suggerisce che non vi è nulla di propriamente nuovo sotto il sole in Borsa se si considera che già John Maynard Keynes aveva avuto una splendida intuizione sull'andamento delle Borse, paragonandole a concorsi di bellezza. Dove per fare investimenti fruttuosi, diceva l'economista britannico, invece di concentrarsi su misure oggettive bisognerebbe comprare le azioni che la maggior parte della gente trova desiderabili. Ma il passo avanti di Kahneman è stato scoprire che, in piena contraddizione con i tradizionali manuali di economia, la maggior parte degli investitori di Borsa prende sistematicamente decisioni in maniera abbastanza irrazionale, con una conoscenza imperfetta dei possibili rischi e benefici. Un'irrazionalità del mercato che è stata riprodotta da Kahneman in esperimenti di laboratorio dove emerge la considerazione che investitori impegnati a scegliere tra differenti strategie di investimento si comportano con una forte avversione alle perdite, anche quando le poste in gioco sono piccole e si rischia per questa paura di commettere scelte ancora più rischiose. Con la rilevazione che spesso i risparmiatori soffrono per le perdite di una data dimensione molto più di quanto non godano per le vincite della stessa grandezza. Per questi motivi e poiché non vogliono incorrere in una perdita, gli investitori tendono a vendere le loro azioni vincenti (o a liquidare la posizione in guadagno) troppo presto e a tenere le loro azioni perdenti (o le po-

<sup>10</sup> Il premio Nobel è stato assegnato nel 2002 a Daniel Kahneman "per aver integrato argomenti della ricerca psicologica con le scienze dell'economia, con particolare riguardo ai processi decisionali e di giudizio nelle incertezze".

sizioni in perdita, in generale) troppo a lungo.

Non è vero quindi che gli investitori si muovono secondo il proprio interesse, ciò che è logico e razionale come sta alla base della teoria economica classica secondo Kahneman. L'idea fondamentale dell'economia è, infatti, che i soggetti compiano le loro scelte sulla base di un calcolo costi-benefici che ogni individuo è in grado di compiere in modo razionale. Gli studi di Kahneman hanno messo in luce, invece, come tali scelte e tali valutazioni possano essere influenzate da fattori psicologici quali il particolare funzionamento della memoria, le emozioni, l'imperfetto autocontrollo, la relazione con gli altri, la paura di perdere, l'eccessiva fiducia nelle proprie decisioni. Tutti questi fattori determinano il modo in cui i singoli soggetti elaborano l'informazione a loro disposizione e l'utilizzano per scegliere come comportarsi in situazioni caratterizzate da incertezza. Si immaginino due investitori. Uno ha ottenuto nell'ultimo trimestre una crescita del proprio patrimonio da 1 milione di dollari a 1,2 mentre il secondo ha visto un calo da 4 milioni a 3,5 milioni di dollari. Chi è il più felice? Secondo l'analisi classica<sup>11</sup> il secondo investitore è quello che sta meglio poiché si ragionava esclusivamente sulla ricchezza.

Ma la realtà ci dice che quando gli investitori pensano ai risultati delle loro decisioni, guardano molto di più al breve che al lungo termine. Pensano più in termini di aumenti e perdite che di patrimonio. E spesso le loro decisioni (non razionali) sono conseguenti.

La vecchia espressione italiana "calma e gesso" ben può descrivere la ricetta di questo professore, innamorato del rapporto fra psiche e investimento azionario. Per "calma e gesso" si intende, infatti, un modo di dire con il quale si invita una persona a non prendere delle decisioni affrettate delle quali, in futuro, po-

<sup>11</sup> Daniel Bernoulli, matematico del XVIII secolo, aveva già teorizzato che l'apprezzamento di qualunque incremento della propria ricchezza (o la sofferenza per qualunque decremento della stessa) è "inversamente proporzionale alla quantità di beni posseduta in precedenza". In pratica, secondo questo medico, fisico e matematico svizzero meno soldi avete più apprezzate il fatto di guadagnarne uno e temete di perderne uno. Ovvero per quasi tutti gli investitori prevale più la paura di perdere ipoteticamente 10.000 euro che guadagnarne un milione. L'utilità "soggettiva" dei soldi guadagnati diminuisce con l'aumentare dei soldi posseduti secondo la teoria..

## L'importanza di essere disciplinati. Nella buona e nella cattiva sorte...

trebbe pentirsi; ma, al contrario, valutare con la massima attenzione una determinata situazione per affrontarla nel modo migliore e, eventualmente, “goderne” i benefici. Un'espressione ben conosciuta agli appassionati del gioco del biliardo che hanno “coniato” questo modo di dire, visto che i giocatori esperti prima di un tiro ritenuto particolarmente difficile valutano con la massima calma la posizione delle biglie e strofinano con il gesso la punta della stecca al fine di renderla “uniforme” ed essere sicuri, quindi, di riuscire a ottenere il tiro studiato attentamente.

Ed è proprio l'emotività la trappola dei risparmiatori secondo Kahneman, considerato il padre della finanza comportamentale, attualmente titolare della cattedra di psicologia all'Università di Princeton. *“Un eccesso di fiducia nelle proprie convinzioni che nasce dall'ignoranza e dalla paura di perdere. Gli investitori tendono a non ammettere di aver commesso errori. E rimandano la vendita di azioni in calo in attesa di un rimbalzo per non ammettere lo sbaglio”*. Risultato? *“Vendono le azioni vincenti e si tengono le perdenti. Con un ulteriore problema legato all'omologazione: quando di un'azione parlano tutti di solito è già troppo cara ed è troppo tardi per sperare di fare affari”*.

Un approccio, quello della finanza comportamentale, che va spesso contro il sentire comune: chi più guadagna è colui che meno movimentata il proprio portafoglio; meno guarda la propria posizione; maggiore è il suo orizzonte temporale. Minore è il periodo di detenzione di azioni, maggiori sono le probabilità di perdere. Concetti elementari ma che nei mercati finanziari dimostrano che apprendere la teoria è facile mentre la pratica può essere tutta un'altra cosa.

**IN SINTESI**

**Gli investitori? Secondo un detto di Wall Street dovrebbero con le azioni muoversi come i ricci nella stagione dell'amore. Con molta cautela. E non farsi intrappolare dal proprio ego. Daniel Kahneman, premio Nobel dell'Economia, ricorda agli investitori che il segreto di risultati superiori passa spesso più attraverso la psicologia e la disciplina che tramite tecniche di investimento elaborate. Non esiste un metodo vincente ma può esistere un approccio vincente. Che è quello di avere una strategia coerente. Una strategia che può essere anche semplicemente quella di fare investimenti di lungo periodo, sui mercati più redditizi, cioè i mercati azionari, diversificando per mantenere un livello di sicurezza accettabile. Ma l'ego rischia spesso di essere il peggior nemico di qualsiasi investitore, sedotto dall'idea di individuare il momento vincente per comprare o vendere.**

**Occorrerebbe tenere a memoria, invece, i consigli di Peter Lynch: "Qualsiasi metodo scegliate per selezionare le azioni o i fondi, il successo o il fallimento finale dipenderanno dalla vostra abilità di ignorare abbastanza a lungo le preoccupazioni del mondo da permettere ai vostri investimenti di avere successo. Non è la testa ma lo stomaco che determina il destino dello stock-picker".**

# In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare. Vendere in perdita: quando conviene.

**Non cercate di acquistare ai minimi e vendere ai massimi.  
Ci riescono solo i bugiardi.**

Bernard Baruch

“Detengo titoli in forte perdita comprati a prezzi folli: cosa faccio? Meglio mediare<sup>1</sup>?” Personalmente, non faccio parte della schiera degli investitori di lunghissimo periodo, dei seguaci del “tengo tutto, qualsiasi cosa accade”, degli adoratori degli indici da replicare nel modo più fedele possibile. Una scuola che ha molti estimatori fra gli economisti (da Shiller a Siegel, da Malkiel a French e Fama) e cattedratici oltre a qualche giornalista, ma che per esperienza è difficile vedere poi applicata dalla stragrande maggioranza dei risparmiatori. Può sembrare paradossale, ma i più incredibili aderenti a questa setta sono la maggior parte dei gestori di fondi d’investimento che in realtà sostengono nei loro prospetti di fare gestione attiva riuscendo poi nella realtà a stare a stento dietro ai benchmark (un argomento a cui riserveremo l’intero capitolo IX). Una teoria che appare statisticamente e storicamente per nulla campata in aria e che ha comunque il vantaggio di poter essere replicata da tutti i risparmiatori in modo sempre più facile grazie alla crescente diffusione di strumenti come gli Etf.

Quando ricevo la domanda sopra citata da parte di numerosi risparmiatori,

<sup>1</sup> Mediare al ribasso significa incrementare il quantitativo di azioni possedute di un titolo che si ha già in portafoglio ad un prezzo inferiore a quello del primo acquisto allo scopo di abbassare il prezzo di carico. Secondo i seguaci dell’analisi tecnica, con un approccio “trend follower” (ovvero che segue la tendenza) è sconsigliabile mediare perché, con linguaggio colorito, è come “prendere un coltello che cade” visto che non si conosce il nuovo livello di assestamento e si rischia di entrare controtempo, facendosi male.



ovvero se “mediare” è una buona idea, mi rendo conto che visto che chi me la rivolge non è evidentemente un seguace di Shiller è molto difficile fornire una risposta razionale, visto che si tratta di uno di quei tipici casi che ci allontanano dalla figura dell’*homo economicus*. Conta spesso, infatti, di più la psicologia e l’ “io bambino” dell’investitore che è dentro ciascuno di noi. La scelta di mediare può essere certo una buona idea se si attua una strategia alla Warren Buffett (*sempre che il peso percentuale assegnato all’investimento non divenga eccessivo, incrementando in modo abnorme il rischio associato a poche scelte all’interno del proprio portafoglio*), ovvero la società quotata viene considerata un “gioiello” perché prima di essere stata acquistata è stata analizzata minuziosamente; il management giudicato capace e affidabile e rispettoso degli obiettivi annunciati; il settore “attraente”; l’andamento trimestrale più che convincente; la discesa delle quotazioni giudicata una pura follia del mercato.

Ma la domanda quasi sempre è posta (90 volte su 100) non sulla base di considerazioni “fondamentali” di questo tipo, ma più sulla base di un ragionamento di tipo emozionale. Nessuno, infatti, ama perdere e pochi sono disposti ad ammettere errori nelle scelte passate. Se si sono comprate delle azioni o dei fondi sbagliati si ritiene più saggio colui che consiglia di mediare (il messaggio implicito è che la scelta fatta è corretta, occorre solo pazienza e, anzi, grazie a questa mossa si guadagnerà di più) piuttosto che colui che avvisa che forse è meglio chiudere completamente la posizione.

Si perpetua a suo modo il mito di Cassandra, la vergine che da Apollo ha avuto il dono della profezia. Ma che per non aver ceduto alle pesanti “avance” del dio greco riceve la maledizione peggiore: nessuno le avrebbe più creduto. Una maledizione tutto sommato facile: nessuno ama ascoltare in anticipo notizie negative e funeste.

Così chi dice cose spiacevoli non è spesso amato o preso in grande considerazione e per questo motivo la maggior parte degli esperti pur non di contraddire e indispettire i risparmiatori giunge a consigliare di “tenere” o “mediare” le posizioni in perdita “a prescindere” (come direbbe Totò) da un’analisi obiettiva delle società in portafoglio.

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

Alcune volte utilizzo nei confronti di questo genere di risparmiatori legati quasi indissolubilmente ai “titoli in perdita” un’espressione forte. Che rende però bene l’idea dell’attaccamento quasi morboso che alcuni risparmiatori hanno nei confronti dei titoli in perdita o di quei fondi che non hanno creato valore aggiunto ma fatto perdere quanto e più del mercato (incamerandosi commissioni anche di vari punti percentuali l’anno): sindrome di Stoccolma. Ovvero, quando la vittima resta legata al proprio carnefice. Una sindrome che deve il suo nome alla rapina della “Kreditbanken” di Stoccolma nel 1973, in cui alcuni dipendenti della banca furono tenuti in ostaggio dai rapinatori per sei giorni. Le vittime provarono una forma di attaccamento emotivo ai loro sequestratori fino a giungere al punto di prendere le loro difese in seguito alla liberazione.

Ecco cosa risponde a questa domanda Beppe Scienza, matematico e docente presso l’Università di Torino, nel libro “Il risparmio tradito” (Edizioni Cortina) riguardo la “remora” di vendere titoli in perdita: *“moltissimi si trattengono dal disfarsi di un’azione o, peggio ancora, dal disinvestire da una gestione o da un fondo comune perché sono in perdita... la teoria che non si debba vendere quando si è in perdita è un’enorme baggianata. Essa trae origine da una remora psicologica, su cui poi speculano tanti imbroglioni per impedire la fuga di clienti cui già hanno succhiato soldi e ne vogliono ancora succhiare. D’altronde nessuno studioso della materia, nessun testo serio sull’argomento sostiene che si debba tener conto del prezzo d’acquisto per decidere se vendere o meno un titolo. Per decidere cos’è meglio fare di titoli che ora valgono per esempio 5 euro non conta nulla quanto siano costati. È irrilevante averli pagati 7 oppure 100 euro.”*

*“Perdo così tanto che non conviene modificare il mio attuale portafoglio: meglio aspettare”. Questa è una considerazione diffusa, spesso avallata da consigli di sedicenti esperti fra le file dei gestori e dei giornalisti finanziari.*

*“Quale sarebbe la perdita talmente elevata che non conviene fare l’operazione”? si domanda Scienza: “Se posso ottenere di più reinvestendo diversamente la cifra che ricavo mi converrà vendere l’obbligazione (o l’azione) che sia in guadagno o che sia in perdita. Altrimenti mi converrà tenerla fino alla scadenza, di nuovo indipendentemente*

*dal fatto di essere in guadagno o in perdita... Logicamente vale anche l'inverso: converrà comunque tenere in portafoglio titoli con buone prospettive, che siano stati pagati più o meno di quanto valgono ora e quindi indipendentemente dai prezzi di carico... Cosa capita, infatti, a chi chiede un parere sull'opportunità o meno di smobilizzare determinati titoli? Il più delle volte si sente a sua volta domandare: "Quei titoli, quanto li ha pagati?" e poi consigliare tendenzialmente di tenerli, se "è in perdita" e viceversa di venderli, se "ci guadagna". È talmente scalcagnato questo consiglio che i manuali universitari non si degnano neanche di smontarlo. Invece merita parlarne, perché influenza le scelte di tantissimi risparmiatori che ritengono – non per colpa loro – che il prezzo pagato per un'azione o un'obbligazione sia importante per decidere cosa fare: se venderla, tenerla o comprarne altre".*

Insomma se non si è convinti delle prospettive di un titolo o di un fondo di cui si mette in dubbio la capacità di gestione efficiente, poco conta insomma il nostro prezzo di carico (che invece viene evidenziato come il dato sovente più importante): se si ritiene che esistano opportunità con prospettive migliori converrà comunque cercare di coglierle: che ci si guadagni o che ci si perda.

Viene così il sospetto che anche una parte dell'industria del risparmio gestito si fondi su questa "debolezza" psicologica di molti risparmiatori. Un dubbio che mi assale quando parlo con risparmiatori fortemente "delusi" di come sono stati gestiti i propri risparmi ma paralizzati poi nel prendere qualsiasi decisione operativa al di là di attendere "messianicamente" il "ritorno ai prezzi di carico". Con il paradosso così di assistere al fatto che chi peggio ha gestito... meglio mantiene le posizioni. Un atteggiamento apparentemente irrazionale (se in un ristorante venissimo trattati malissimo e "rapinati" ben difficilmente ci ritorneremo ogni giorno a mangiare, confidando in un exploit del cuoco...) ma che quando si parla di soldi è tipico di chi ragiona con la "pancia" e non con la "testa". E non vuole ammettere i propri errori, confidando che "prima o poi" i titoli, i fondi o la gestione patrimoniale acquistata ritornino miracolosamente ai "prezzi di carico".

Un'idea quasi sempre con nessun fondamento finanziario (chi ha gestito co-

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

me un “brocco” i vostri soldi difficilmente inizierà a correre come un “puro-sangue”) come quell'altra strampalata teoria che dice che i prezzi dei titoli si “rivedono sempre” (*un conto sono gli indici come abbiamo visto nel capitolo I mentre i singoli titoli possono avere un andamento completamente divergente*).

Se si è commesso un errore, difficilmente si continuerà a ripeterlo fino a che si avrà ragione... Ma intanto sono numerosi i risparmiatori che si lamentano dei risultati ottenuti da gestioni fai-da-te o affidate a gestori di fondi e di patrimoni (basta leggere settimanalmente su Plus le lettere “strappacuore” indirizzate a Marco Liera, responsabile dell'inserito del Sole 24 Ore) anche se poi tutti sappiamo per esperienza che la maggioranza dei risparmiatori continuerà a mantenere lo “status quo”. Viene così il dubbio che se molti gestori sono un po' “sadici” (o incapaci) nel movimentare i conti dei clienti (con scelte poco felici per quanto riguarda i rendimenti) è altrettanto vero che fra i risparmiatori esiste una nutrita quota di “masochisti” che probabilmente godono, in un certo modo, a farsi “tosare” il patrimonio.

Basterebbe ricordarsi che negli investimenti è importante operare con un metodo e che i prezzi delle azioni non sono una “variabile” indipendente ma che riflettono l'andamento di un'azienda, le prospettive, gli utili... Non i prezzi segnati nel passato. “Le azioni non conoscono il loro proprietario e non gli importa chi sia o il prezzo a cui le avete pagate” ha più volte ribadito Alan Greenberg, leggendario ex numero uno della banca d'affari americana Bear, Stearns & Co. Il parere di Robert Shiller sull'argomento? “*E' vero, è un errore tipico di molti investitori Nella speranza che i prezzi si riprendano molti investitori accettano rischi e perdite talvolta senza limiti. La sensazione di perdere su una posizione impedisce a molti di valutare l'impatto complessivo e quello che sarebbe più conveniente fare. Perdere viene associato comunque a dolore. E molti investitori non comprendono che talvolta è meglio perdere poco rispetto a molto. E che per evitare un dolore piccolo si corre spesso il rischio di un dolore più grande. Un altro errore tipico è la sopravvalutazione che molti investitori danno di se stessi. Quelli che dicono “aspettiamo perché così vediamo cosa fa il mercato..”. Senza rendersi conto che l'attenzione che ci mette un normale investitore a seguire il mercato è la stessa che hanno tutti gli al-*

*tri investitori*". Questa è la sua risposta a una specifica domanda del sottoscritto sulla 'mania' di diversi investitori di non voler vendere i titoli in perdita. Certo, vendere in perdita fa male. Come l'immagine dello struzzo che mette la testa sotto la sabbia per non affrontare il problema, molti investitori si comportano così con i propri investimenti. Il problema non è certo quello di detenere titoli in perdita (nessuno compra i titoli ai minimi salvo alcuni analisti che appaiono in televisione o vengono intervistati da poco solerti giornalisti che non chiedono mai loro conto dei pessimi risultati realizzati per i loro clienti) ma di valutare se le scelte compiute sono coerenti e corrette. Per molti è più rassicurante la regola "compra e tieni".

*"L'ipotesi, mai detta, dietro al motto eterno di tenere per sempre le azioni in portafoglio è che possedete la merce giusta e sarà sempre così. Fino alla primavera del 2000, il continuo rafforzamento del mercato toro durato addirittura 18 anni con solo alcune blande interruzioni era un costante promemoria che ogni vendita sarebbe stata un errore"*.

Così Donald Cassidy, autore Usa di numerosi libri di finanza personale (fra cui "Trading on volume", "It's when you sell that counts" e "When the Dow breaks") spiega la tendenza di molti investitori a tenersi stretti i titoli in qualsiasi mercato.

*"Vendere un'azione è la parte più difficile dell'investimento – spiega nei suoi corsi – ma deve essere fatto. Non tutte le scelte compiute si rivelano corrette e se le condizioni che ci avevano portato a selezionare un titolo o un fondo sono cambiate, occorre tenerne conto. Altrimenti, se non riuscite a vendere il vostro portafoglio attuale diventerà un problema che vi trascinerete per anni, rimandandolo ai vostri eredi"*.

Donald Cassidy, che è un attivo conferenziere, spiega bene perché per molti investitori vendere è una cosa innaturale da fare. *"Vendere un titolo perdente ci porta all'ammissione della perdita e a considerare di avere dei limiti intellettuali"*.

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

**Perdo di brutto, tengo tutto...**

In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare. La vendita di un titolo invece è più difficile da fare dal punto di vista psicologico rispetto all'acquisto. Spesso, se si sta guadagnando, la paura di perdere ulteriori profitti non permette di essere abbastanza lucidi nella decisione di chiudere l'operazione, esattamente come la reticenza ad ammettere lo sbaglio (nel caso di perdita) non aiuta a chiudere l'operazione e a spostarsi su altri investimenti. Per acquistare e vendere con successo, quindi, diventa importante mantenere una certa disciplina. Qualsiasi strategia vincente, infatti, implica un livello di disciplina elevato che viene con il tempo e con l'esperienza. Agli investitori più esperti, ad esempio, non interessa vendere al massimo e comprare al minimo; interessa piuttosto raggiungere gli obiettivi prefissati con il minimo rischio. *"Sono molto tranquillo e felice della mia gestione; quando una posizione inizia a perdere non faccio altro che chiuderla ed aprirne un'altra, senza pensarci su troppo"* confida Paul Tudor Jones, il gestore che nel crac di Wall Street dell'ottobre 1987 riuscì in quel mese a far salire il suo fondo, Tudor Futures Fund, del 62%. Avere disciplina vuol dire anche accettare le perdite che inevitabilmente avvengono durante la propria attività. Questo implica soprattutto accettare il fatto di avere sbagliato chiudendo l'operazione e andando avanti. Chiunque operi in Borsa, infatti, commette errori; chiunque, dai nomi più blasonati a quelli più sconosciuti. La differenza sta nel fatto che i migliori traders hanno una disciplina ferrea che determina il loro operato e che gli permette di riconoscere e limitare le loro perdite.

*"Quando ero un ragazzo e andavo in motocicletta - ha scritto il top trader Larry Hite - avevo un amico rissoso che usava ripetermi: Larry, quando sei su una moto, non litigare con una macchina: perderai! La stessa cosa dovrebbe essere per la Borsa: se litighi con il mercato, perderai sempre".*

E' per questo che una buona dose di disciplina è assolutamente necessaria per mantenere il controllo sulle proprie azioni. Nel caso di un'operazione di compravendita, ad esempio, se si acquista un titolo per puntare su un determinato evento e questo non accade non si può sperare che comunque le cose si met-

teranno per il meglio se la scelta è stata fatta in maniera azzardata, magari seguendo una voce, senza grandi analisi e sulla semplice fiducia nella società. La speranza è la peggiore consigliera ed in casi simili solo la disciplina permette di rimediare all'errore. Anche perché, come ammonisce Ed Seykota, grande speculatore e sostenitore dei trading system, "Se non riuscite ad accettare una piccola perdita prima o poi dovrete prendervi la madre di tutte le perdite". Oltre alla disciplina, quindi, occorre una buona dose di flessibilità per poter cambiare opinione sulla base di fondate ragioni non puramente emotive. Mai come in questi ultimi tempi, dove gli scenari continuano ad evolversi, è stata così necessaria questa caratteristica se non si fa parte della pattuglia dei cassetisti, gli investitori di lungo periodo che vedono nella teoria integralista di Warren Buffett il miglior maestro<sup>2</sup>.

Come nel caso della disciplina, migliorare il proprio processo mentale è una questione di esperienza. Non è un caso che proprio i gestori più esperti sono quelli che più "rispettano" il mercato e i suoi segnali e si attengono a una disciplina "ferrea" nella scelta delle azioni. Chi scrive questo libro non è uno specialista dei guadagni e un "guru" di quelli che vincono sempre al "banco"<sup>3</sup>. Anzi. Il mio più forte ricordo legato alla Borsa (e l'esperienza più utile che ho fatto in questi anni) è quello di una mattina di settembre degli inizi degli anni '90 quando appresi dal citofono del mio ufficio (ero uscito a trovare un cliente e allora non c'erano i cellulari) che l'agente di cambio dove era-

<sup>2</sup> Nella versione italiana di Hélène Constanty (Lindau Editore) dal titolo "Warren Buffett, l'investitore intelligente" ben si sintetizza il suo pensiero attraverso le dichiarazioni rilasciate negli anni. A pagina 23 si spiega: *per Buffett l'investimento è come un matrimonio. Un matrimonio che dura nel tempo. "Quando hai scelto la persona giusta, non te ne separi solo perché qualcuno ti offre dieci o venti cammelli in più". Tra i suoi criteri di scelta, le prospettive di redditività a lungo termine sono cruciali. Egli non compra per rivendere al primo segnale di flessione dell'attività, così come una coppia "non divorzia al primo litigio". Nel cielo di Omaha l'orizzonte si proietta su almeno cinque anni. Quindi, per cautelarsi contro eventuali tentazioni il Presidente della Berkshire Hathway usa un trucco: quando progetta di acquistare un'azione si domanda sempre, mentalmente: "La comprerei se la Borsa dovesse chiudere domani e riaprire soltanto fra cinque anni?". E compera soltanto se la risposta è positiva*.

<sup>3</sup> Il portafoglio Difensivo ha ottenuto dall'1 gennaio 2002 al 31 ottobre 2006 un rendimento del +140,26% calcolato al netto di commissioni pari allo 0,195% per ogni operazione effettuata, a fronte di una salita dell'indice Mibtel pari al +35,4%. Tale risultato (non garanzia di eguali rendimenti futuri!) è stato ottenuto effettuando 103 operazioni di cui 90 chiuse in guadagno e 13 chiuse in perdita. Un portafoglio che da oltre un anno abbiamo chiuso ai nuovi sottoscrittori (lanciando in questi anni altri portafogli interessanti) per mantenere una certa flessibilità nelle scelte di gestione e per rispetto nei confronti dei sottoscrittori nuovi e vecchi. Chi richiede una prova dei nostri portafogli azionari riceve anche da anni le statistiche delle migliori e peggiori operazioni.

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

no depositati i soldi di tutta la mia famiglia (oltre 500 milioni di lire attuali) e di buona parte della mia clientela non c'erano più, trascinati nel fallimento di un agente di cambio prestigioso dell'epoca (Claudio Capelli) che aveva utilizzato impropriamente i soldi della propria clientela per investimenti andati male (fra cui *nome omen*, i titoli dell'Acqua Marcia). Restavano sul conto mio e di mio padre (nella mia famiglia si divide tutto) soprattutto un piccolo pacchetto di azioni Fiat. Dopo oltre 15 anni (inutile dire che la procedura di fallimento è ancora in corso e sono stati recuperati solo alcuni spiccioli grazie alla giustizia italiana e al giro perverso dei curatori fallimentari) in seguito a quella circostanza molte cose sono cambiate nella mia vita. Paradossalmente, tutte in meglio. Il capitale è stato recuperato integralmente e si è moltiplicato grazie soprattutto agli investimenti effettuati. Non sempre avendo ragione ma ottenendo comunque il risultato di veder crescere nel tempo il capitale in 15 anni di alti e bassi. E proprio vendere quel pacchetto di azioni Fiat agli inizi degli anni '90 (nonostante le perdite pesantissime già allora e che oggi sarebbero equivalse, se mantenute, a un capitale di poche migliaia di euro per effetto del fortissimo deprezzamento del titolo del Lingotto) si è rivelata una mossa azzeccata. Può sembrare paradossale, ma la migliore scelta degli ultimi quindici anni è stata quella di vendere un titolo in perdita. Per questo motivo invito sempre alla riflessione gli "innamorati" dei prezzi di carico. Se pensate che state compiendo una scelta logica ragionateci bene, non valutando solamente come unico criterio quello del "prezzo di carico".

**Ragione e sentimento.**

D'altra parte, nella vita di tutti i giorni difficilmente ognuno di noi utilizza il criterio del "prezzo di carico" per decidere in merito a un investimento che ha fatto. Pensiamo per esempio alla decisione di vendere una casa. Se qualcuno di noi dovesse decidere oggi se vendere una casa acquistata qualche anno fa (quando i prezzi degli immobili erano decisamente più bassi) per comprarne un'altra, magari in seguito a un trasferimento di lavoro, non si chie-



derebbe se il prezzo offerto dal compratore è più alto o più basso di quello a cui l'ha comprata. Si domanderebbe piuttosto se il prezzo di mercato è quello giusto e se consente di comprare comunque la casa che serve nel luogo dove avviene il trasferimento. E in queste circostanze si venderebbe anche a un prezzo più basso rispetto a quello pagato al momento dell'acquisto. E se al compratore provate a spiegare che volete più soldi dell'attuale valore poiché voi quella casa l'avete pagata di più, il compratore probabilmente vi giudicherebbe una persona bizzarra. Nella vita di tutti i giorni ragioniamo più in termini di valore che di prezzo. E lo stesso dovremmo fare con le azioni.

Pensare che un titolo possa salire solo perché è sceso molto è un ragionamento che può portare spesso solo a cocenti delusioni. Non è assolutamente detto che se un titolo è sceso molto non possa scendere ulteriormente. La Borsa non ragiona in termini di prezzo ma di valore. Il mercato ha sempre premiato le società più sottovalutate e dalle prospettive più interessanti; non quelle con il prezzo più basso. Il prezzo, da solo, non dà alcuna informazione utile per prendere decisioni sui titoli su cui abbiamo investito.

Molti risparmiatori ragionano invece in termini di singoli titoli piuttosto che di capitale investito. La vera domanda non è se il prezzo di un titolo si rivedrà ma se sia più profittabile mantenere il proprio capitale investito sulle società che si hanno in portafoglio o se sia meglio apportare qualche variazione sostituendo alcune azioni sopravvalutate con società caratterizzate da migliori prospettive di crescita e più solide. Nonostante il forte rialzo che ha accompagnato il mercato negli ultimi 4 anni è lunghissima la lista di titoli che viaggiano a distanze siderali dai massimi, spesso concentrati in pochissimi settori. Proprio quei titoli e quei settori che al principio del millennio apparivano quelli del "futuro" e che hanno convinto molti risparmiatori a imbottirsi con conseguenze talvolta devastanti. Azioni che molti risparmiatori hanno mantenuto in portafoglio sulla teoria che "più di così non potevano scendere" e che oggi, dopo molti anni, sono ancora ben distanti dai massimi (come si può evidenziare dalla tabella che descrive il comportamento di alcuni titoli "stelle" della New Era italiana).

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

<b>Quei massimi del 2000 ancora lontani</b>					
<b>Titoli</b>	<b>massimo ragg. anno 2000</b>	<b>livello fine anno 2002</b>	<b>variazione a fine anno 2002</b>	<b>livello a settembre 2006</b>	<b>variazione a settembre 2006</b>
<b>Aem</b>	8.400	1.264	-84.95%	2.130	-74.64%
<b>Alitalia</b>	13.6958	1.910	-86.05%	0.810	-94.09%
<b>Art'è</b>	74.800	25.990	-65.25%	6.535	-91.26%
<b>B. Profilo</b>	11.5343	1.300	-88.73%	2.310	-79.97%
<b>Beghelli</b>	3.100	0.451	-85.45%	0.507	-83.65%
<b>Euphon</b>	68.4825	5.851	-91.46%	7.700	-88.76%
<b>Eutelia</b>	106.900	11.900	-88.87%	5.390	-94.96%
<b>Fastweb</b>	292.422	25.752	-91.19%	35.750	-87.77%
<b>Finmeccanica</b>	38.900	10.560	-72.85%	17.570	-54.83%
<b>I.Net</b>	514.000	48.450	-90.57%	47.260	-90.81%
<b>Kaitech</b>	7.0776	1.3789	-80.52%	0.412	-94.18%
<b>L'Espresso</b>	25.571	2.974	-88.37%	4.030	-84.24%
<b>Mediaset</b>	26.800	7.480	-72.09%	8.475	-68.38%
<b>Mediolanum</b>	19.692	4.834	-75.45%	5.850	-70.29%
<b>Mondadori</b>	22.600	6.040	-73.27%	7.305	-67.68%
<b>Retelit</b>	7.6967	0.525	-93.18%	0.3525	-95.42%
<b>Seat Pagine Gialle</b>	4.586	0.423	-90.78%	0.395	-91.40%
<b>St Microelectronics</b>	76.666	18.950	-75.28%	13.660	-82.18%
<b>Telecom Italia</b>	9.649	2.061	-78.64%	2.200	-77.20%
<b>Tiscali</b>	119.700	42.800	-64.24%	2.238	-98.13%
<b>Vemer</b>	26.2787	0.6672	-97.46%	0.662	-97.48%

**Tabella 12**

## Quei titoli saliti troppo...

*“Gentile direttore,*

*devo dire che non amo particolarmente vendere titoli in perdita o titoli da poco acquistati a fronte poi di segnali di uscita successivi. Ma devo anche aggiungere che il suo ultimo Report dove si parla di vendere a certe condizioni anche titoli in perdita mi ha fatto molto riflettere e mi sono sentito chiamato in causa. Sì, perché io sono fra quelli che non sopporta di vendere titoli in perdita ma che deve pur ammettere che oggi questa strategia fallimentare mi ha fatto quasi dimezzare il mio patrimonio che è passato dai vecchi 700 milioni di lire agli attuali 420!*

*Sì, perché io sono fra quelli che ha sottoscritto oltre un anno fa il suo portafoglio Difensivo ma che poi, nonostante i suoi cordiali e arrischiati consigli di fare piazza pulita del “vecchio”, ha voluto continuare a fare di testa mia. Mantenendo tutte le posizioni precedenti per non “capitalizzare” la perdita, naturalmente. Con il risultato di aver perso ulteriormente soldi e tutte le opportunità che il portafoglio Difensivo ha colto. Sì, perché io sono fra quelli che ha deciso di replicare solo in parte (in barba ai vostri consigli) il portafoglio perché non volevo acquistare i titoli che “erano saliti di più”, puntando invece sulle “schiappe”. Su quelli che erano saliti meno o addirittura erano scesi. Con il risultato che la mia performance è diversa dalla vostra perché poi su molti dei titoli che sono saliti di più ho “ragionato” così bene da non acquistarli perché mi sembrava che avessero corso troppo. Sic.*

*Devo fare quindi pubblica ammenda perché, d'altra parte, se ho sottoscritto il suo servizio, peraltro a pagamento è perché credo che i suoi consigli valgono più dei miei...”ragionamenti”.*

E' una e-mail ricevuta circa 2 anni fa da un cliente abbonato a un portafoglio di Borsa Expert che evidenziava le ragioni per le quali non aveva replicato i consigli forniti e per questo motivo la sua performance era estremamente più bassa di quella ottenuta dalla nostra consulenza.

Le ragioni espresse sono molto interessanti e diffuse e riguardano un altro “ancoraggio” tipico di molti risparmiatori e osservato in molti anni di attività. Di fronte a un portafoglio composto da diversi titoli la tendenza a non

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

replicare le operazioni sui titoli saliti di più sulla base della teoria che la corsa è finita e il pendolo è vicinissimo a oscillare nella direzione contraria. Il corollario conseguente è che i titoli rimasti più indietro o, meglio ancora, che si sono comportati peggio sono fra quelli destinati a salire maggiormente. Una motivazione apparentemente logica che spiega forse la ragione per cui molti risparmiatori sono così attaccati ai titoli in perdita (senza grandi ulteriori ragioni di tipo fondamentale), convinti che questi saranno forse probabilmente i titoli del futuro.

Nella mia esperienza con Borsa Expert non obblighiamo a replicare i segnali inviati e ci poniamo come consiglieri indipendenti nei confronti dei clienti. Il cliente gestisce autonomamente con il proprio intermediario le azioni o i fondi su cui, con i miei collaboratori, offriamo con la massima indipendenza i consigli di acquisto e di vendita. Ma spesso ci sentiamo porre domande come quella precedente (*"Ma devo lo stesso comprare i titoli consigliati anche se sono già saliti rispetto alle indicazioni originarie di acquisto?"*) oppure: *"ma devo vendere anch'io questo titolo anche se perdo?"* Oppure *"Ma devo entrare subito sul titolo o aspettiamo prima che scenda?"*.

Queste sono, infatti, delle classiche obiezioni che mi trovo ad affrontare e alle quali non posso far altro che rispondere che in base all'esperienza il consiglio migliore è quello di replicare integralmente le nostre indicazioni. Giuste o sbagliate che siano... tutte insieme perché di fronte al consiglio di replicare un paniere di azioni la domanda sottintesa da alcuni risparmiatori è quella di voler ricevere il consiglio di acquistare solo le azioni che saliranno ancora maggiormente. *"Perché comprare 15-20 titoli e non concentrarsi solo su quei pochi titoli che faranno più scintille?"* o quella simile *"Ho seguito le vostre indicazioni ma alcuni titoli non sono saliti e sono rimasti al palo o sono addirittura arretrati: perché li abbiamo comprati?"*.

Le attese spesso poco realistiche di molti investitori sui mercati finanziari non finiscono mai di stupire, come la seguente e-mail ricevuta con oggetto: "consigli per investire la mia liquidazione". Un piccolo capolavoro del genere: *Salve, faccio seguito alla telefonata di pochi secondi fa. Lavoravo in banca come*

*cassiere e sono stato collocato in pensione di recente. Desidererei ricevere consigli su come investire la mia liquidazione (circa 70.000 euro) ottenendo un ritorno annuo non inferiore al 10-11% netto senza correre molti rischi... Cosa potete consigliarmi?*

Una richiesta “assurda” posta non da un maniscalco (con tutto il rispetto) che ha passato la sua vita fra paddock e zoccoli di cavallo ma da un bancario a cui probabilmente centinaia di persone, amici e parenti, nella sua vita professionale hanno chiesto innumerevoli consigli perché del “mestiere”. Che vorrebbe un ritorno netto del 10-11% annuo senza rischiare molto. Definiamolo ambizioso...

### **Squadra che vince (e perde), non si cambia.**

Ribadisco che né io né i miei collaboratori possediamo la sfera di cristallo (e si può sempre sbagliare) ma prendere delle decisioni razionali fondate su delle regole alla lunga (nemmeno troppo, come abbiamo dimostrato con i risultati realizzati in questi anni) è più produttivo di muoversi in base a emozioni, sensazioni, ricordi.

Se all’interno dei portafogli ci sono titoli che nonostante la salita non sono stati liquidati è perché credo che ancora siano interessanti, sottovalutati o hanno forza che ne giustifica comunque l’investimento. La tentazione della maggior parte dei risparmiatori è, invece, quella di evitare i titoli che sono saliti di più e comprare solo le nuove indicazioni o i titoli rimasti più “indietro”. Spesso questa voglia di nuovo convince a cercare disperatamente nuovi titoli da acquistare a scapito di altri in portafoglio che vengono giudicati da vendere perché “vecchi”.

Un comportamento che, spesso, equivale a un’assurda sopravvalutazione del nuovo tanto che Peter Lynch, uno dei più grandi gestori di tutti i tempi, in proposito aveva coniato uno dei suoi principi: *“La migliore azione da acquistare potrebbe essere quella che già possiedi in portafoglio”*.

Oltretutto voler non acquistare i titoli già saliti per concentrare la propria attenzione sulle “scartine” o sulle nuove indicazioni è una strategia che espo-

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

ne a maggiori rischi che opportunità. Se la Borsa sale, come è accaduto negli ultimi anni, si resta pesantemente sotto-investiti con un rendimento del proprio portafoglio annacquato e quindi molto basso.

La seconda considerazione da fare è che spesso i titoli con maggiore “birra” sono spesso quelli più interessanti e forti (come dimostrano frequentemente i mercati) e concentrarsi su quelli rimasti al “palo” significa, oltre a violare il principio di diversificazione anche settoriale che si dovrebbe attuare, non seguire correttamente un portafoglio. Cadendo poi nella classica “trappola” di far correre le perdite e tagliare i profitti. Perché con la stessa logica in caso di uscita si tenderà a non voler replicare le indicazioni di vendita, in base alla considerazione che il prezzo di carico è diverso e non si vogliono chiudere in perdita delle posizioni da poco aperte.

Riguardo ai “contro” di concentrare il proprio portafoglio sui titoli che sono andati “peggio” (un criterio molto seguito da numerosi risparmiatori che formano veri e propri “giardinetti” di titoli “dalle stelle alle stalle”) può essere interessante ricordare la teoria finanziaria della forza relativa (*relative strength*) il cui principio è molto semplice nonostante vada contro una certa mentalità di Borsa. E’ stato osservato statisticamente che i titoli “vincitori” (cioè le azioni che hanno messo a segno la migliore performance per esempio negli ultimi 12 mesi) continuano spesso a battere il mercato (cioè si rivalutano normalmente più del mercato nei 12 mesi successivi).

La validità di questa metodologia per la Borsa Usa in un periodo sufficientemente lungo (dal 1951 al 1994) è stata provata dal guru americano James O’Shaughnessy nel suo libro “What Works On Wall Street”.

O’Shaughnessy ha selezionato, infatti, alla fine di ogni anno, dal 1951 al 1994, le 50 azioni americane che avevano performato meglio nei precedenti 12 mesi. Comprando queste azioni alla fine di ogni anno (e scartando quelle che avevano una forza relativa inferiore) un investimento di 10mila dollari effettuato il 31 dicembre 1951 sarebbe cresciuto fino a 3,31 milioni di dollari alla fine del 1994, con un rendimento annualizzato del 14,45%.

Nello stesso periodo Wall Street ha reso il 12,81%, trasformando 10mila dol-

lari in 1,782 milioni di dollari.

Certo, questo vantaggio sarebbe stato ottenuto con molte “gastriti” e “stress”: la rischiosità (espressa dalla deviazione standard) della strategia della forza relativa è pari al 30,14%, largamente superiore a quella del mercato (19,86%). In pratica questa teoria, conosciuta dai seguaci dell’analisi tecnica, spiega che vendere un titolo solo perché sale non è normalmente una strategia vincente come ben sanno coloro che magari hanno venduto un titolo con una performance leggermente positiva per scoprire poi che quel titolo continua a salire in modo vorticoso...

Si rischia così di realizzare un portafoglio titoli “gambero”, dove si tengono solo le “scartine” e attuando così inconsapevolmente la strategia di far correre le perdite e tagliare i profitti!

## **Il peggior nemico in Borsa?**

### **Il nostro ego...**

E che la Borsa sia un’arena dove scendono in campo non solo questioni economiche ma soprattutto psicologiche non deve stupire come è emerso in questi primi capitoli.

Quali sono, infatti, le forze capaci di trascinare maggiormente al rialzo e al ribasso i listini? Quelle che già negli anni ‘20 aveva individuato Jesse Livermore: “*i nemici mortali dello speculatore sono: ignoranza, avidità, paura e speranza*”. Forze spesso opposte capaci nel giro di poche settimane di portare un titolo dalle stalle alle stelle (e viceversa). Un susseguirsi di emozioni, sensazioni e speranze che è stato codificato dall’analisi tecnica (di cui parleremo più dettagliatamente nei prossimi capitoli) cercando proprio di leggere i grafici dei prezzi dei titoli alla stregua di un encefalogramma dei mercati. Un esame che spiega che il peggior nemico di ciascun investitore è quasi sempre il proprio ego. La conferma che per guadagnare in Borsa occorrerebbe conoscere prima se stessi e poi il mercato.

“Sì, non esiste una affermazione più veritiera di questa nel trading - spiega Stefa-

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

no Calamita<sup>4</sup>, sociologo ed esperto dei mercati finanziari con particolare riferimento all'approccio psicologico - *Se il concetto viene trasposto fuori dall'ambiente finanziario diventa di facile intuizione. Durante i miei corsi utilizzo una metafora "illuminante": il paragone con la dieta alimentare. Il peggior nemico di chi voglia dimagrire è lui stesso! Tutte le diete alimentari serie sono valide, ma il rigore e la disciplina nel sapersi attenere fermamente ad esse, fanno sì che si possano avere i risultati preventivati. E tutti sappiamo quanto sia difficile perdere qualche etto... La differenza (e il risultato positivo) è sostanzialmente merito dell'individuo.*

*Nel trading vale lo stesso: dopo essersi dotato di un metodo valido la chiave del successo è data dalla disciplina nell'applicare lo stesso. Sapete perché i traders perdono? Perché sostanzialmente fanno trading non per guadagnare ma perché "vogliono aver ragione" e qui si scontrano con il proprio ego".*

Perdere in Borsa fa parte del gioco e vendere in perdita è quindi un processo ineliminabile. *"I migliori traders non hanno ego. Dovete ingoiare il vostro orgoglio e chiudere le posizioni in perdita"* suggerisce il top trader Tom Baldwin al giornalista Jack Schwager.

Ma cosa direbbe uno psicologo sociale a un investitore di quelli che non vogliono chiudere posizioni in perdita? *"Che oltre ad essere irrazionale questo investitore è anche ingenuo - osserva Calamita - Chi gli assicura che l'azione tornerà a valere quanto lui l'ha pagata? Purtroppo ritorniamo all'enorme importanza della "speranza" come emozione di base nel trading. L'aspetto razionale che invece dovrebbe prevalere è quello della valutazione della capacità di recupero riferendosi, ovviamente, alle perdite subite. Se l'azione o il fondo che detengo in portafoglio non ha capacità di recupero rispetto ad un'altra azione o fondo: che senso ha non liquidare? Nessuno! Ma la logica non fa parte del corredo dell'investitore inesperto. Il mio amico, l'Ing. Renato Di Lorenzo, afferma che "un mercato toro fa diventare competenti anche gli incompetenti"*. Hanno guadagnato per pura fortuna, perdono invece per

<sup>4</sup> *"Mai più perdite in Borsa"* è il titolo di un libro tutto italiano di Stefano Calamita (edizioni Expert). Un volume di 289 pagine svela verità apparentemente ovvie che pochi (bravi) investitori applicano nella realtà nell'attività di trading grazie alle storie dei più bravi top trader americani e a esempi di finanza comportamentale.



incompetenza credendo che, in un'area dove si cimentano con non poche difficoltà le più brillanti menti al mondo, possa esserci spazio per i "professionisti improvvisati".

### **Solo i paracarri non cambiano mai idea.**

"Ma perché vendere un titolo di cui, quando lo avevate inserito in portafoglio, avevate parlato bene?" mi scrive un abbonato. Una questione corretta ma che deve pur tenere conto che in Borsa (come nella vita) nulla è immutabile. Per dirla col padre dell'analisi tecnica, Charles H. Dow "l'attaccamento alle proprie opinioni è stato il motivo principale che ha portato alla rovina molti operatori di Wall Street". E talvolta anche per le azioni vale un detto inventato dagli inglesi, che amano gli aforismi ed i paradossi e che sostengono che una barca regala solo due momenti felici: quello in cui la si compra e quello in cui la si vende.

Confesso che mi piacerebbe non cambiare mai idea, comprare un titolo vicino ai minimi e venderlo sempre ai massimi (o quasi). Ma intanto (in attesa magari nell'aldilà di realizzare questo sogno, accarezzato da alcuni investitori) credo sia più produttivo adattarmi al mercato, stare con i piedi per terra e, quando qualcosa non quadra, chiudere le posizioni.

Perché? Se seguo un approccio di tipo fondamentale e mi accorgo che gli obiettivi del management vengono sistematicamente disattesi mi sembra naturale rivedere l'idea iniziale. E possono essere numerose le ragioni che possono far rivedere un giudizio su una società.

*"Quando si fa questo mestiere non ci si può permettere il lusso di avere opinioni rigide. Occorre avere una mente aperta e tanta flessibilità. Non è saggio trascurare il messaggio che viene dall'andamento dei prezzi, anche se esso contrasta con la tua opinione del mercato e con la tua valutazione della domanda e dell'offerta"* suggeriva Livermore già all'inizio del Novecento.

Scegliere un titolo significa conoscere una società, il suo management, esaminare pro e contro dell'investimento, il settore, l'andamento aziendale, le

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

prospettive, il comportamento borsistico del titolo, le ragioni che possono portare a una “riscoperta” o “valorizzazione” e quelle che possono pesare negativamente. Tutte cose che non sono mai così “statiche” e dove qualche evento imprevisto può bastare a far saltare il “castello” di ragionamenti che si sono costruiti. Nulla è certo e immutabile. Insomma, vale il detto di Concetto Marchesi, un vecchio e insigne latinista nonché parlamentare, secondo cui “solo i paracarri non cambiano mai idea”.

Lo stesso titolo può essere “strong buy” (comprare a piene mani) per alcuni e “strong sell” (vendere a piene mani) per altri, come vedremo nel capitolo VI, visto che anche l’analisi fondamentale non è una scienza esatta...

Se le prospettive reddituali della società si sono modificate e sono drasticamente peggiorate rispetto alle attese è normale che il prezzo scenda. Qualcosa di simile è successo a molte stelle della new economy: a un certo punto il mercato, dopo bilanci costantemente in rosso (si pensi al mancato obiettivo del pareggio per Tiscali o Fastweb), ha capito che le premesse su cui si basavano le maxi-quotazioni di queste società erano errate.

## CAPITOLO 4



Tabella 13 a



Tabella 13 b

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

E quali erano queste premesse? Nel 2000 che Tiscali avrebbe fatto soldi a palate guadagnando diverse centinaia di euro su ognuno dei suoi abbonati (cosa che non si è verificata, anzi la società è tuttora in perdita) mentre nel caso di Fastweb che gli utenti abbonati alla fibra ottica si moltiplicassero come cavallette, sottoscrivendo servizi a pagamento sempre più costosi nell'ipotesi che i concorrenti di Tiscali e Fastweb fallissero tutti o che gli utenti alla Rete si decuplicassero in pochi anni.

Se si opera sulla base di un trading system le ragioni di vendita hanno certo meno bisogno di analisi complicate che possono peraltro soffrire di un certo grado di soggettività: se un sistema mi fornisce un segnale di vendita e si crede alla validità di quel modello l'ultima cosa al mondo da fare sarebbe quella di disattendere il segnale e improvvisare una nuova strategia a braccio.

Convivere con operazioni in perdita è purtroppo un destino ineliminabile per gli investitori o i traders che devono saper convivere con molti sbalzi emotivi, imparando più dai propri insuccessi che dalle operazioni vincenti. Voler fare l'eroe ed eccedere col proprio ego può essere molto costoso. E improduttivo. Anche perché perdere non piace a nessuno e tutti vorremmo chiudere solo operazioni in guadagno (e magari ai massimi) ma in Borsa se invece di adeguarsi ai mercati si ritiene che i mercati si debbano adeguare ai nostri desideri le probabilità di perdita lievitano considerevolmente.

Il mondo dei risparmiatori è pieno di persone che hanno visto il loro patrimonio assottigliarsi sensibilmente in molti casi perché "quel titolo non lo posso vendere sotto il prezzo di carico". Fortunatamente in Borsa per guadagnare non bisogna "azzeccare" tutti i "pronostici" come in una schedina del totocalcio ma è sufficiente che su un portafoglio di 20 titoli anche solo su meno della metà si chiudano operazioni in positivo: come in un bilancio conta l'ultima riga in basso a destra, la differenza fra profitti e perdite. Il risultato complessivo. Personalmente fare questo mestiere nel corso degli anni non mi ha finora portato a credere di conoscere l'andamento futuro delle quotazioni di alcun titolo nella prossima settimana, mese o anno. E leggo le previsioni, spesso molto particolareggiate, di molti gestori, analisti e colleghi

con grande invidia perché questo dono divinatorio io non l'ho ricevuto. Nel mio piccolo ritengo che chi decide di seguire un servizio di consulenza decide di replicare un metodo. In cui non contano le singole operazioni (in guadagno o in perdita) ma il risultato complessivo in confronto all'andamento del mercato nello spazio di qualche anno. Posso quindi ribadire a chi sceglie una linea o una strategia di seguirla fino in fondo senza mescolare opinioni, suggerimenti o strategie. Fra i più grandi gestori o traders è difficile trovare, d'altra parte, un "comitato di gestione" dove le scelte sui titoli da detenere sono frutto di un contraddittorio e dove ciascuno apporta idee differenti e magari opposte. Voler prendere decisioni condivise da tante teste significa per esperienza annacquare molto sino a non decidere. Prevale altrimenti la logica dell'"inciucio" rispetto a quella della scelta netta che spesso costituisce la differenza fra una gestione attiva e passiva. Non c'è quindi da stupirsi se la maggior parte dei fondi d'investimento e delle società di gestione operi secondo logiche di tipo puramente passivo, replicando per un'altissima percentuale i "benchmark". Nonostante (o forse proprio per questo...) dispongano di intelligenze a disposizione in gran quantità con decine di analisti e gestori che da punto di forza si trasformano così in punto di debolezza.

La mia indicazione principale per chi sceglie di seguire un consulente (dopo averlo valutato attentamente, è naturale) è quindi di replicare il più possibile tutto il portafoglio rispettando i pesi percentuali indicati per la somma investita e adeguarsi poi ai segnali successivi (in acquisto e/o in vendita). Senza "se" e senza "ma". Indipendentemente dai prezzi di carico. E credo che un buon consulente finanziario si riconosca dal fatto di offrire indicazioni mirate, non indicazioni in libertà (dove è impossibile fare un'analisi oggettiva dei risultati passati, il cosiddetto track record<sup>5</sup>).

<sup>5</sup> Per track record si intende nel linguaggio borsistico legato ai trading system e alle gestioni titoli l'analisi storica di tutte le operazioni effettuate per valutare punti di forza e di debolezza di una gestione. Dati su cui è possibile calcolare la percentuale di operazioni vincenti e perdenti, il numero massimo di operazioni consecutive chiuse in perdita, il numero delle operazioni eseguite, il maximum drawdown, l'esposizione percentuale al mercato nel tempo considerato. Un approccio che è l'opposto di chi fornisce consigli in libertà, senza presentare una "storia" di tutte le raccomandazioni passate (pubblicizzando solo magari le operazioni positive) che è molto diffusa ancora in Italia anche da parte di consulenti ed esperti "istituzionali".

**In Borsa non conta avere ragione ma guadagnare.  
Vendere in perdita: quando conviene.**

Naturalmente ciascuno è libero di fare delle indicazioni operative ricevute ciò che desidera. Ma francamente se si decide di seguire un metodo sono dell'idea che occorra farlo fino in fondo. Ha poco senso pagare un consulente per poi fare di testa propria. In Borsa quello che vince nel tempo è soprattutto la disciplina. E la pratica ci dice che a guidare in due non si va da nessuna parte. Si corre solo il rischio di sommare errori su errori, senza che nessuno si senta responsabile. O si finisce altrimenti col non decidere.

**IN SINTESI**

**Perdere non piace a nessuno e tutti vorremmo chiudere solo operazioni in guadagno (e magari ai massimi) ma in Borsa se invece di adeguarsi ai mercati si ritiene che i mercati si debbano adeguare ai nostri desideri le probabilità di perdita lievitano considerevolmente. Il mondo dei risparmiatori è pieno di persone che hanno visto il loro patrimonio assottigliarsi sensibilmente in molti casi perché "quel titolo non lo posso vendere sotto il prezzo di carico". Fortunatamente in Borsa per guadagnare non bisogna "azzeccare" tutti i "pronostici" come in una schedina del totocalcio ma è sufficiente che su un portafoglio di 20 titoli anche solo su meno della metà si chiudano operazioni in positivo: come in un bilancio conta l'ultima riga in basso a destra, la differenza fra profitti e perdite. Il risultato complessivo. Quello che importa è soprattutto quanto rende il capitale in assoluto e in confronto con l'andamento della Borsa. Ovvero conta dov'è il valore della quota e non se dentro il fondo o il paniere ci sono titoli in perdita o in guadagno, tenuti per "poco" o "troppo" tempo. Purtroppo, molti risparmiatori restano spesso emotivamente legati ai "prezzi di carico", vittime di una moderna forma della sindrome di Stoccolma, dove ci si "innamora" dei titoli in perdita e talvolta dei gestori "carnefici". Il prezzo di un titolo non è invece un elemento rilevante per stabilire la validità di un investimento: quello che conta è il valore. Come l'immagine dello struzzo che mette la testa sotto la sabbia per non affrontare il problema molti investitori si comportano così con i propri investimenti.**

# Le “sveltine” in Borsa rendono ricchi... gli intermediari. Troppe operazioni fanno male al portafoglio (e al cuore).

**I day trader sono come le farfalle, vengono una stagione  
e partono quella successiva.**

Charles Schwabb, fondatore dell'omonima casa di brokeraggio

«Meglio avere un uccellino in mano che due nascosti nella boscaglia». Così Warren Buffett ha deciso di aprire, nella primavera del 2001, la relazione di bilancio della sua società, Berkshire Hathaway, spiegando come, grazie al potere della capitalizzazione, alla selezione e alla disciplina, un piccolo patrimonio può diventare grande.

«In Borsa chi sta seduto all'ombra ha piantato un albero moltissimi anni prima». Una massima che bene dovrebbero conoscere quelli che in Borsa non “vogliono” perdere e il cui orizzonte temporale si muove (spesso a torto) nel brevissimo periodo. E soprattutto coloro il cui orizzonte temporale di investimento spazia dal quadrante di un orologio a quello di un'agenda settimanale, stressati dall'andamento degli indici e desiderosi di vedere il proprio conto aumentare anche quando le Borse vanno nella direzione opposta. Ma che collezionano poi risultati deludenti.

Fra questi giocatori di Borsa non mancano i fanatici del trading: i day trader. Coloro che movimentano il proprio portafoglio almeno una volta al giorno perché reputano che fra i “segreti” per diventare ricchi sia anche contemplato quello dell'iper movimentazione del portafoglio. Movimento dunque guadagno.

*“Più un'idea è semplice, più è affascinante e più gente l'accoglie con entusiasmo. Que-*



*sto principio noto da millenni è alla base del successo strepitoso che ha riscosso in tutto il mondo il trading online. L'idea, in tal caso, è questa: il prezzo delle azioni varia quotidianamente, sale e scende. Basta, dunque, acquistare a un prezzo più basso e vendere a un prezzo più alto per fare soldi. Niente di più semplice*". Questo è l'incipit della prefazione di un libro sul trading online<sup>1</sup> scritto da Virginio Schiavetti, commentatore finanziario del Sole 24 Ore, che con grande efficacia spiega il successo che riscuote presso molti risparmiatori l'idea della speculazione di Borsa "veloce": la "sveltina" azionaria.

Personalmente ritengo che sia spesso più utile leggere le notizie "vecchie" di qualche settimana o mese (e rifletterci sopra, inquadrando meglio la prospettiva) piuttosto che emotivamente correre dietro alle "hot news" e ai segnali "tecnici" provenienti dall'andamento intra-day o rincorrere i lanci dell'agenzia di stampa e le notizie che i giornali sono costretti a pubblicare incessantemente per riempire le pagine, creando uno stato di continuo "alert".

Sempre che non ci si voglia accontentare di qualche mosconata tipo mordi e fuggi (con un rischio esponenziale spesso di maggiori perdite che rende "sproporzionato" il gioco) tralasciando l'obiettivo principale che ciascun investitore dovrebbe avere che è quello di realizzare una rivalutazione del proprio patrimonio superiore all'inflazione non con operazioni "una tantum".

Nel medio-lungo periodo l'extra performance di un portafoglio si realizza, infatti, detenendo quasi sempre titoli in grado di mettere a segno performance non di pochi punti percentuali ma al contrario capaci di ottenere anche rivalutazioni superiori al 100%. Quei titoli capaci di moltiplicare le quotazioni come i mitici titoli "ten-baggers"<sup>2</sup>, così definiti dal money manager Peter Lynch. Azioni in grado di moltiplicare il proprio valore e che se presenti

<sup>1</sup> "Day Trader" di Gregory J. Millman, Edizioni Il Sole 24 ore.

<sup>2</sup> Sin dal suo primo libro, "One Up on Wall Street", Peter Lynch ha ribadito per gli investitori la necessità di andare a caccia di "ten-baggers" al fine di ottenere performance superiori al mercato. Il termine ten-bagger è entrato nel gergo comune di Wall Street per identificare un titolo azionario la cui quotazione si moltiplica per dieci ed è poi stato generalizzato in "multi-bagger" semplicemente contando per quante volte l'investimento iniziale si moltiplica. Peter Lynch attribuisce buona parte del suo straordinario successo come gestore azionario all'aver avuto in portafoglio, nel corso dei 14 anni alla guida del Magellan, un piccolo numero di multi-baggers.

## Le “sveltine” in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

all'interno di un portafoglio, anche in percentuale limitata, sono in grado di fare veramente la differenza.

Un risultato non solo frutto di selezione dei titoli ma anche di pazienza e tenacia: chi opera con la logica del “breve-brevissimo” difficilmente potrà contare su questi “benefit”. Nella maggior parte dei casi si è liberato “sistematicamente” dei titoli “forti”, accontentandosi di qualche punto percentuale per tentare poi la “sorte” con un'altra puntata.

L'alternativa che si corre, altrimenti, è replicare il “sentire comune”, comprare e vendere “disciplinatamente” come fanno tutti, con le stesse notizie, gli stessi segnali (come sempre più accade a chi opera sui mercati), comprando ai massimi e vendendo ai minimi. Un'attività che rende soprattutto ai broker ma non alla maggior parte dei risparmiatori.

Secondo le prime statistiche americane sugli speculatori fai-da-te della New Economy, riportate da Giuseppe Cloza nel suo libro “Banda Bassotti”:

*“il 90% perde regolarmente; il 7% fa pari; il 3% guadagna”.*

*Durata media in attività; dai 3 ai 6 mesi. Dopodiché si ritirano a leccarsi le ferite e curare l'esaurimento. Effetto della gnu economy, l'economia effettuata a testa bassa, come quei vispi bovini africani. Diceva Mark Twain 100 anni fa: “Nella vita esistono due soli grandi momenti in cui un uomo non dovrebbe speculare; quando non può permetterselo e quando può”.*

La risalita dei mercati degli ultimi anni, la spietata selezione naturale fatta dal mercato e una maggiore cultura finanziaria (a base di corsi e di un approccio più disciplinato e metodico) hanno migliorato sicuramente le performance dei sopravvissuti tra gli heavy trader online<sup>3</sup>. Che crescono in misura

<sup>3</sup> Per “heavy trader” si intendono i risparmiatori che effettuano almeno un'operazione al giorno. I più famosi trading styles che conducono a differenti approcci all'investimento azionario si possono riassumere semplificando nelle seguenti categorie: Scalp Trade - uno stile di trading che si propone di capitalizzare sui piccoli movimenti utilizzando gli assestamenti di prezzo che presentano occasioni particolarmente a basso rischio con un orizzonte temporale anche di pochi minuti; Day Trade - una posizione aperta e chiusa nella stessa sessione di mercato; Overnight Trade - una posizione in cui si entra all'ultimo momento della giornata su un titolo allo scopo di cogliere l'opportunità di una potenziale apertura al rialzo o al ribasso la mattina seguente; Swing Trade - una posizione impostata con l'idea di trarre profitto dall'oscillazione dei movimenti quotidiani di un titolo; Core Trade - uno stile a lungo termine che vuole approfittare d'un movimento esteso del mercato.

ridotta ma che rappresentano uno zoccolo duro nelle Borse di tutto il mondo: una nicchia che è lontana però dall'essere quel mercato a crescita esponenziale che diversi studi vagheggiavano all'alba del 2000. Secondo gli studi di Jordan e Diltz si evidenzia, comunque, il comportamento migliore in termini di performance (36 volte su 100) dei day trader "secchioni", coloro, cioè, che realmente studiano e si formano non improvvisando ma rispettando metodo e disciplina.

D'altra parte che compravendere continuamente e fare trading per stare dietro alle notizie serva solo a far ricchi gli intermediari e non i risparmiatori lo hanno spiegato molto bene diversi studi approfonditi, fra cui soprattutto quelli di due docenti di finanza dell'Università di Berkeley, Brad Barber e Terrance Odean.

Vale la pena rincorrere le notizie per modificare le proprie scelte di investimento? Si guadagna a star dietro alle news sui mercati finanziari battute in continuazione dalle agenzie di stampa e replicate sui siti internet o sui canali tv specializzati? Il verdetto è negativo: secondo questa ricerca (che è stata poi riproposta in molti altri Paesi con risultati analoghi) anni di crisi e di boom insegnano che si devono ignorare gli allarmismi del giorno-per-giorno e inquadrare piuttosto il contesto. Inutile sperare di fare soldi sfruttando le notizie finanziarie sui dati macroeconomici o sui comunicati stampa diramati dalle società quotate.

*«L'informazione potrà anche essere l'anima del mercato - scrive Jonathan Clements su The Wall Street Journal - ma questo non significa che sia facile far soldi basandosi sulle notizie finanziarie».*

I due docenti californiani<sup>4</sup> hanno analizzato nel tempo il comportamento e le performance di decine di migliaia di investitori che sono passati dal tra-

<sup>4</sup> La ricerca pubblicata su *The Journal of Finance* dal titolo eloquente "Il trading è un rischio per la vostra ricchezza" è stata condotta su 66.465 famiglie impegnate nel trading dal 1991 al 1996. In questo periodo il risultato medio, al netto dei costi di trading, è stato inferiore al 3,7% annuo rispetto alle performance di mercato mentre il risultato dei traders più frenetici è stato sensibilmente peggiore: il 10,3% annuo in meno rispetto alla performance del mercato.

## Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

ding via telefono a quello on line, paragonando le loro performance a quelle di un numero eguale di investitori con investimenti della stessa portata, ma che non usavano il trading on line. Risultato: chi era passato dalla negoziazione tradizionale alla speculazione "mordi e fuggi" aveva peggiorato nettamente le performance, iniziando una volta on line a movimentare molto di più il portafoglio, in modo più aggressivo che in passato, registrando performance inferiori al mercato. Un netto peggioramento dei risultati spiegabile nell'eccessiva sicurezza di sé, incrementata da una tendenza auto-attributiva e dall'illusione della conoscenza superiore dei mercati... ora a portata di clic. *«Se acquistate le azioni che compaiono nelle notizie finanziarie - ha affermato Odean - il vostro acquisto o vendita avverrà probabilmente insieme agli stessi movimenti di altri investitori dilettanti. Questi movimenti in massa possono far salire temporaneamente il prezzo del titolo e ciò significa che i vostri ritorni futuri saranno inferiori»*. La conclusione di questo studio e dello stesso articolista del The Wall Street Journal può apparire beffarda (soprattutto per un giornale finanziario): *«Ci sono buone possibilità di ottenere cospicui guadagni con le azioni, per lo meno fino a quando ignorerete gli allarmistici titoli dei giornali e imposterete le scelte sul lungo termine»*.

In Italia le ricerche più interessanti sulle caratteristiche dei traders nostrani sono state proposte da Alessandra Franzosi di Borsa Italiana e Barbara Alemanni dell'Università Bocconi. Fra i traders online non tutti sono speculatori accaniti: molti hanno giustamente sposato la Rete per tagliare le commissioni di negoziazione e incrementare le possibilità operative.

In generale i traders italiani sono colti, benestanti, liberi professionisti, lavoratori autonomi o imprenditori; hanno tipicamente tra i 35 e i 44 anni e più di un terzo di loro risiede nel nord-ovest. Anche fra i day trader nostrani più attivi emerge, comunque, la tendenza a fare peggio del mercato nonostante l'impegno: oltre il 50% falliscono l'obiettivo, confermando gli studi di Brad Barber e Terrance Odean. *«Negli Stati Uniti - conferma Barbara Alemanni, docente di economia degli intermediari finanziari all'Università Bocconi - esistono diversi lavori accademici che mettono in relazione i risvegli speculativi del mer-*

*cato e l'attività dei traders.*

*«Quando la Borsa si infiamma - spiega Alemanni - chi negozia molto diventa ancora più attivo e più sicuro di sé».*

E non sempre, numeri alla mano, il maggior impegno e l'accresciuta fiducia portano a buoni risultati nel portafoglio.

### **Molte operazioni, molte perdite... ma la maggior parte dei risparmiatori pensa il contrario.**

Nulla di nuovo sotto il sole. "Già Wolf nel 1926 - spiega Stefano Calamita - individuava una tendenza degli investitori irrazionale a ipermovimentare la propria posizione, detta ironicamente *mercattite*".

E già all'inizio del Novecento erano numerosissimi i *bucket shops*, sorta di bettole in cui si scommetteva sulle quotazioni azionarie.

Più recentemente un altro studioso, Bernstein, "individua una vera e propria sindrome, la dipendenza da contrattazione, (il *searching-for-a-good-trade*) potenzialmente molto pericolosa". Un suggerimento che deriva da questi studi è che *"è meglio astenersi dall'agire nelle situazioni di eccessiva incertezza, quando cioè è esaltata pericolosamente la sensibilità alle minime notizie negative. Le ricerche mostrano chiaramente che ad un più elevato numero di operazioni effettuate in Borsa, ossia ad una maggiore frequenza operativa, corrisponde un più elevato rischio di perdita, non certo una migliore probabilità di guadagni"*.

L'investitore saggio è quello che non si lascia suggestionare dalle contingenze avendo un preciso criterio di ingresso/uscita dal mercato. Martin Pring, uno dei guru dell'analisi tecnica mondiale, dice che *"il perfetto investitore deve assomigliare ad un guerriero che non accetta battaglia sempre e comunque, ma decide lui quando ingaggiare il nemico"*.

Warren Buffett, il più grande investitore del mondo, spiega che *"di fronte a un investitore che muove molto il suo portafoglio titoli vorrebbe essere il suo intermediario e non il suo socio"*.

A spiegare il successo del trading online sicuramente un ruolo importante è

## Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

stato giocato in questi anni dal progresso tecnologico. Che ha apparentemente "democratizzato" i mercati finanziari grazie alla rivoluzione di internet che consente a tutti con un personal computer, la Rete e un conto titoli online di negoziare azioni in tempo reale con commissioni ridotte e strumenti che solo fino a 10 anni fa non possedevano nemmeno molti investitori istituzionali. Notizie in tempo reale dalle più importanti agenzie finanziarie, sintesi dei report degli analisti e delle principali banche d'affari, commenti e indicazioni operative a getto continuo, strumenti di analisi finanziaria per visionare i principali dati economici delle società quotate, possibilità di ordinarne i dati secondo scelte multi-criterio, possibilità di visualizzare grafici storici anche a 60 minuti, 30 minuti, 1 minuto e tick by tick (ovvero ogni prezzo segnato) con tracciati di decine di indicatori che suggeriscono l'acquisto o la vendita...

Senza dover pagare alcun canone aggiuntivo il moderno risparmiatore ha oggi a disposizione dati, software, strumenti di interfaccia e trading che nemmeno Gordon Gekko, il finanziere avido interpretato da Michael Douglas nel 1987 nel film *Wall Street*, aveva a disposizione. *"Eppure dovremmo aver capito in questi anni in base all'andamento dei mercati che non è la tecnologia a fare la differenza in questo settore! Basta analizzare i risultati negli ultimi 4 anni dei gestori professionisti per capirlo chiaramente"* osserva Stefano Calamita. Il paradosso è che chi sta tutto il giorno davanti ai monitor, con programmi iper sofisticati, riceve centinaia di informazioni, report spesso costosissimi e ha accesso a uffici studi e ricerche di ogni tipo, nella realtà realizza poi spesso risultati ben inferiori all'andamento del mercato quando questo sale e peggiori quando il mercato scende. Calamita racconta, anzi, che ha conosciuto molti investitori che hanno frequentato decine di corsi e seminari... e continuano ad essere sistematicamente dei "perdenti" sui mercati. *"Sì, semplicemente esiste una categoria di trader o "giocatori" che si concentrano in realtà più sul giusto approccio ai mercati finanziari, sulla ricerca del "Santo Graal" della Borsa, ossia la ricerca del "sistema o metodo di trading" o "trading system", perfetto. Il che ovviamente è una pura illusione. Se ciò esistesse il proprietario, con l'effetto leva che gli investimenti fi-*

nanziari oggi permettono, potrebbe essere nel giro di pochi anni, quasi... “padrone del mondo”. Un concetto simile a quello espresso da Stefano Fanton, trader professionista, fondatore e responsabile formazione di Scalpingschool.com: “il 90% dei trader italiani che si definiscono di successo o dei campioni sono dei cialtroni. Pochissimi quelli che ti fanno vedere le contabili reali di tutte le operazioni effettuate. Nella realtà guadagnano di più a fare corsi a 1.000 euro a botta per partecipante e a insegnare scalping o la teoria di Elliott. Ho conosciuto un imprenditore che ha speso 40.000 euro in corsi di formazione organizzati da uno pseudo ‘Maestro’ per raggiungere il livello massimo di conoscenza (alcuni di questi corsi vengono venduti per Livelli) per poi perderne ulteriori 250.000 euro nella realtà! Personalmente opero solo intraday e utilizzo solo trading system (ovvero regole codificate ex ante) ma ho smesso di analizzare il mercato in base a grafici o teorie più o meno strampalate: l’analisi tecnica tradizionale non vale spesso la carta dov’è scritta ed è fantastica soprattutto quando è utilizzata ex post, col senno del poi. L’unica certezza in Borsa è decidere prima quanto si vuole perdere, come gestire gli stop e le perdite consecutive: il money management. Purtroppo molti trader non vogliono imparare a fare analisi ma a far soldi. Non vogliono diventare degli ‘allibratori’ del rischio ma dei giocatori d’azzardo. Invece che imparare a gestire quello che fa il mercato, vogliono prevederlo. Auguri”. Una tentazione che può essere costosa, quella di fare i guru o seguirli, ma che attira ancora milioni di risparmiatori. “Non ho mai incontrato un analista tecnico ricco” ha detto Jim Rogers, guru delle materie prime (di cui parleremo nel capitolo X) ed ex braccio destro di George Soros. “Ho sempre riso davanti a chi afferma ‘non ho mai incontrato un analista tecnico ricco’. Ho usato i fondamentali per 9 anni, poi sono diventato ricco come analista tecnico” è la risposta di Mary Schwartz. Come racconterò nel capitolo VI le polemiche fra analisti (non solo tecnici) sono spesso furiose a dimostrazione del fatto che nessuno ha trovato veramente la “pietra filosofale”.

## Le “sveltine” in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

### **Negoziare, negoziare...**

Il “mito” del day-trader vittorioso, di colui che più si dedica alla speculazione di Borsa e più guadagna, appare quindi creato spesso ad arte, per ragioni non propriamente disinteressate, da broker e banche aggressive.

Cosa è più redditizio per una banca avida? Creare nell’immaginario collettivo la figura del day-trader vincente (capace di mettere a segno performance incredibili e proprio per questa ragione “uniche”) o quella di un investitore che movimenta con parsimonia le posizioni nel tempo? Evidentemente, la prima figura rappresenta meglio il “financial dream”.

Un gioco che è molto fruttuoso per le banche che per ogni scommessa riscuotono l’aggio, incentivando quindi (direttamente e indirettamente) i giocatori a tentare l’azzardo con maggior frequenza e con le scommesse più ardite. Per questo motivo un enorme gamma di strumenti e prodotti finanziari sempre più complicati viene ampiamente pubblicizzata con budget pubblicitari crescenti; covered warrant, certificati, opzioni, obbligazioni strutturate.

Prodotti finanziari, quelli cosiddetti “strutturati”, sempre più complessi che possono essere analizzati e compresi nel dettaglio solo da una pattuglia sparuta di matematici finanziari ma che vengono venduti e pubblicizzati al “mass market” come detersivi e creme solari, evidenziando con grande enfasi il rendimento in caso di successo.

Un evento che mediamente, sulla base delle statistiche passate, si realizza il 10% delle volte visto che per il 90% è soprattutto il banco (ovvero la Banca) a vincere.

Mentre molti anni fa Wall Street si poteva concedere il lusso di tener chiusa la Borsa a metà settimana (il mercoledì) e i mercati finanziari esistevano lo stesso, oggi il modello vincente è quello della contrattazione continua: i mercati sono sempre aperti.

Vale la regola dell’orario continuato grazie all’introduzione anche dell’after hours, il dopoborsa per i più accaniti del trading. *“Più si aumentano gli orari di negoziazione e le possibilità di prendere posizioni sui mercati, più si accrescono*



*i profitti per le società finanziarie e di intermediazione*” ha osservato Robert J. Shiller<sup>5</sup>.

Il paragone col gioco d'azzardo non è più di tanto inopportuno (giocare in Borsa è considerato ancora un modo di dire piuttosto comune) e va ricordato lo slogan di una pubblicità di una società di scommesse, apparsa sui cartelloni del Connecticut e notata da Robert Shiller. Il suo messaggio era forte e chiaro: “Come la Borsa, solo più alla svelta”.

Il problema delle banche di guadagnare il maggior numero possibile di commissioni è così risolto con la creazione del mito del trader online: un risparmiatore capace di spaziare freneticamente su tutti i mercati del globo a caccia di rapidi (e facili) guadagni a colpi di clic. Alle 22 chiude Wall Street ma poi a mezzanotte apre Tokyo con le altre Borse orientali, in mattinata riaprono Francoforte, Londra e le altre Borse europee. Aveva insomma ragione Gordon Gekko nel film *Wall Street* che, alla fine di un lungo monologo, concludeva affermando che “Il denaro non dorme mai”.

“Bisogna stare sempre allerta per movimentare la posizione” è il messaggio prevalente. Un clima che trova un terreno più che fertile su giornali finanziari, tv via cavo e siti internet il cui consiglio sottinteso della maggior parte degli esperti interpellati a getto continuo (ciascun settimanale finanziario italiano intervista o ospita mediamente oltre 150 fra analisti, gestori ed esperti contando tutti i virgolettati) è quello di modificare ed adeguare continuamente la posizione.

Fra tutti gli heavy trader e gli scalper emerge evidentemente nel mucchio una sparutissima quota di virtuosi della tastiera. Trader bravissimi capaci di applicarsi con metodo e disciplina nella compravendita online pari a quella dei più grandi investitori con l'ausilio di regole codificate e trading system. Privati che svolgono questa attività in modo professionale e che raggiun-go-

<sup>5</sup> Un meccanismo simile a quello che lo Stato italiano ha portato avanti negli ultimi anni con il Lotto. Dall'estrazione settimanale si è passati a quella infra-settimanale fino al lotto istantaneo al fine di incassare sempre più soldi. Un meccanismo perverso che Luigi Einaudi associava a una “tassa sulla stupidità” (invitando gli Stati a uscire da questo settore) perché il giocatore è quasi sempre perdente, proprio in base ai calcoli della probabilità tutti sperequati a favore del Banco.

## Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

no il successo superando un tasso di mortalità altissima fra tutti coloro che ci provano. Un successo talvolta effimero, non sempre facilmente replicabile anno dopo anno, come insegna la storia finanziaria di diversi money manager capaci di passare in poche stagioni dalle stelle alle stalle.

Ma al sistema (banche e giornali che fanno da cassa di risonanza) i campioni della speculazione veloce servono come il pane, i Top Trader sono i risparmiatori comuni che ce l'hanno fatta (omettendo spesso di raccontare le qualità fuori dal comune di queste persone e l'esigua minoranza rispetto a quelli che ci provano, ottenendo risultati opposti). Si alimenta il mito della trattazione continua, dell'opportunità di stare collegati il più possibile al computer e movimentare la propria posizione, il messaggio che "anche tu ce la puoi fare" con corsi, libri e conti online che offrono un'operatività sempre più professionale.

### **Italiani, popolo di trader...**

Secondo le ultime stime della società KPMG<sup>6</sup> che ogni sei mesi elabora una ricerca dedicata a indagare l'evoluzione dell'e-banking e dell'e-trading italiano, i conti online sono stimati in 8,8 milioni a fine 2005; di questi quasi 4 milioni hanno accesso all'operatività in compravendita sui titoli (e-trading). Il 15% circa degli italiani ha quindi un conto online in media con l'Europa dove sono soprattutto i Paesi nordici ad avere la maggior penetrazione (superiore al 50%).

In pratica in 5 anni (da dicembre 2000 a dicembre 2005) i conti online si sono più che sestuplicati grazie anche a commissioni più basse offerte da queste piattaforme (4-5 volte più basse di quelle allo sportello) anche se evidentemente il tasso di crescita ora diminuisce col tempo. Si stima che oramai l'80-85% degli eseguiti effettuati dai clienti privati delle Banche passi attraverso un'operatività online che alimenta circa 35 milioni di eseguiti al-

<sup>6</sup> e-Retail Finance in Italia "Un nuovo traguardo", ricerca elaborata da Kpmg Advisory Spa, Maggio 2006.

l'anno. E sono 2,2 milioni i risparmiatori che hanno accesso anche all'operatività in fondi online. Ma della maggior parte dei conti bancari online molti sono "dormienti". Sono circa 600 mila (circa il 13%) i conti titoli effettivamente operativi, secondo Kpmg. Fra questi il 71% effettua meno di 12 eseguiti al semestre, mentre il 6,7% si situa tra 50 e 200 operazioni e solo il 2,3% (gli heavy trader) registrerebbe fra i 200 e i 600 eseguiti al semestre. All'interno dei conti attivi occorre poi fare un'ulteriore distinzione tra i «normali» clienti delle banche (che in genere operano in un'ottica di investimento a medio e lungo termine), e quelli degli heavy o day trader che utilizzano piattaforme di trading specializzate. La media degli eseguiti passa dalle 20 operazioni annue per la prima categoria a circa 150 per la seconda. Proprio i day e gli heavy traders sono i clienti più ambiti e corteggiati dal sistema: "da soli movimentano la metà degli eseguiti on line e generano pertanto ingenti commissioni" osserva lo studio di Kmpg Advisory.

Movimentare, movimentare, movimentare. Un verbo che piace moltissimo a numerosi risparmiatori italiani visto che vantiamo nel pianeta una delle più alte posizioni nella classifica della movimentazione del conto titoli (anche fra i gestori dei fondi come vedremo nel capitolo IX): fare molte operazioni di compravendita viene considerato evidentemente un sistema più veloce per guadagnare seppure nella realtà tutte le ricerche empiriche dimostrano il contrario. Mentre fino a qualche anno fa la mentalità di chi operava a Piazza Affari era fondata soprattutto sulla figura del cassettista e la figura del trader era minoritaria, nell'arco degli ultimi 10-15 anni si è assistito a una vera rivoluzione. Qualche dato in proposito può essere interessante e a tal proposito ho elaborato la tabella seguente:

**Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.**

<b>Capitalizzazione Piazza Affari e rotazione degli scambi</b>					
<b>Anno</b>	<b>Flottante %</b>	<b>Capitalizzazione (ML euro)</b>	<b>Scambi (ML euro)</b>	<b>Media giorno (ML euro)</b>	<b>Indice di rotazione effettivo</b>
<b>1975</b>	40,00	3.835	578	2	0,38
<b>1980</b>	40,00	18.228	3.898	15	0,53
<b>1985</b>	40,00	54.786	13.671	54	0,62
<b>1990</b>	40,00	94.333	26.805	108	0,71
<b>1995</b>	40,00	171.668	72.895	292	1,06
<b>1996</b>	48,34	202.732	81.228	322	1,00
<b>1997</b>	57,39	314.720	174.991	697	1,39
<b>1998</b>	58,97	485.187	425.163	1680	2,19
<b>1999</b>	49,42	726.566	507.425	1998	1,75
<b>2000</b>	49,13	818.384	869.135	3422	2,66
<b>2001</b>	51,45	592.319	658.042	2611	2,78
<b>2002</b>	52,49	457.992	633.659	2515	3,46
<b>2003</b>	54,76	487.446	679.017	2695	3,48
<b>2004</b>	55,96	580.881	732.592	2851	3,15
<b>2005</b>	53,99	676.606	954.796	3730	3,53

**Tabella 14**

Nel 1975 la capitalizzazione di tutta Piazza Affari era di solo 3.835 milioni di euro (il valore di Borsa attuale di una società come Toro Assicurazioni) e al termine dell'anno tutti gli scambi effettuati erano stati pari a un controvalore di 578 milioni di euro. Ogni giorno gli agenti di cambio (allora non era entrata in vigore la legge sulle Sim con l'ingresso delle banche che è del

1990) si disputavano un fatturato di 2 milioni di euro giornalieri (per quanto molti scambi venivano allora incrociati direttamente dalle banche). Considerando che nel 1975 il reale flottante era di circa il 40% (il restante 60% si stima che fosse bloccato dagli azionisti di controllo e quindi non negoziabile) significa stimare che a Piazza Affari circa 30 anni fa il rapporto scambi azionari/flottante era pari a 0,38. In dodici mesi investitori istituzionali e risparmiatori si scambiavano poco più di un terzo di tutto il flottante sul mercato. Nel 1980 questo rapporto saliva già a 0,53 per raggiungere quota 1 nel 1995. In quindici anni, dal 1980 al 1995, gli scambi in pratica raddoppiavano in raffronto alla capitalizzazione di mercato. L'investitore italiano (professionale e non) inizia a fare veramente "trading", incrementando anno dopo anno l'operatività.

Come sono andate le cose nel 2005? La capitalizzazione di Borsa è stata a fine anno di 676 milioni di euro mentre gli scambi sono stati pari a 955 milioni di euro. Considerato che il flottante a Piazza Affari è cresciuto fino al 54% nel 2005 ciò significa che l'indice di rotazione (che ricordiamo essere il rapporto tra quantità trattate e quantità flottanti) supera quota 3,5. Come dire che fatto 100 il patrimonio in azioni, l'investitore italiano medio lo compra e lo rivende mediamente per 3,5 volte durante l'anno (multipli che si moltiplicano per i titoli appartenenti a listini più speculativi come l'ex Nuovo Mercato ora Techstar).

Dati, questi, che rappresentano la media del mercato (come dire che il periodo di detenzione medio dei titoli è intorno ai 100 giorni per l'investitore italiano) ma che forniscono comunque una linea di tendenza precisa della crescente voglia di trading a Piazza Affari. Una passione che rende pingui soprattutto i conti economici delle Banche che hanno incrementato in questi anni in modo esponenziale i guadagni derivanti dalle commissioni di intermediazione. E una voglia di negoziare che ha contagiato anche le "mani forti", ovvero i fondi d'investimento, con risultati non proprio brillanti a livello complessivo ma che contribuisce a rendere ancora più redditizia la voce "risparmio gestito". Senza però alcun grande beneficio per i risparmiatori...

## Malati di trading?

Eppure le conseguenze di una movimentazione eccessiva del portafoglio azionario possono essere negative non solo dal punto di vista economico. Diversi esperti di psicologia della finanza sono concordi nell'affermare che il trading può generare dipendenza, costringendo molte persone a intraprendere vere e proprie cure disintossicanti. A rischio di subalternità alla negoziazione via web sarebbero non solo coloro che perdono continuativamente, ma anche i professionisti vincenti, in preda a sentimenti di onnipotenza.

*"La dipendenza è generata dalla necessità di trovare soddisfazione in questa attività perché altri impegni alternativi non permettono di realizzarci"* ha evidenziato lo psicologo Gianni Lanari, psicoterapeuta e presidente del Centro italiano per lo sviluppo della psicologia ([www.psicoterapie.org](http://www.psicoterapie.org)). Un concetto che già nel 1986 lo psicologo Fausto Manara aveva affrontato in una delle prime ricerche<sup>7</sup> sull'argomento, evidenziando che per molti speculatori improvvisati di Borsa conta più la voglia di auto-realizzazione che la voglia di guadagno.

Gianni Lanari ipotizza che alla base della crisi del trader ci siano errori cognitivi ben identificabili: la polarizzazione (diventerò ricchissimo o perderò tutto quello che possiedo), la personalizzazione (pensare soltanto ponendosi al centro dei propri pensieri), l'ipergeneralizzazione (tendenza a trarre conclusioni che non sono giustificate dal contenuto dei dati, come «oggi ho perso 2 milioni, quindi come trader sono un fallimento»), la catastrofizzazione («un piccolo investitore come me in Borsa può solamente perdere») e altro ancora. *"Ma il trading online porta con sé alcuni aspetti che, nei soggetti predisposti, possono rivelarsi pericolosi* – osserva Andrea Fiorini, giornalista di Borsa & Finanza ed esperto di trading online - *L'effetto della situazione di piacevole tensione angosciosa e la necessità di mantenere sempre il controllo della situazione possono infatti portare il trader a superare il limite della dipendenza, legittimato in questo, rispetto al gioco d'azzardo, dall'assenza di senso di colpa dovuto all'accettazione, sociale e isti-*

<sup>7</sup> *L'io e la Borsa* di Fausto Manara, Edizioni Il Sole 24 Ore.

*tuzionale, di questa attività. «Giocare», infatti, crea molti più sensi di colpa che non «investire», soprattutto se è vero che spesso è proprio la famiglia a sostenere e istigare chi opera in Borsa col computer, ancor più se questa attività si trasforma in una vera e propria fonte di reddito».*

Gli effetti negativi di questa nuova malattia non sempre evidente portano tuttavia molti a sottovalutare o a ignorare il problema. Una “confusione” del trader che già nel 1688 veniva descritta nei sintomi principali da Joseph Pense de la Vega in un libro intitolato *Confusion de confusiones* è che si può considerare la prima descrizione psico-sociologica dell’attività del mercato azionario dell’Europa Occidentale e della deriva speculativa. In una serie di dialoghi fra un mercante e un’azionista Vega descrive spesso la Borsa come un manicomio, colmo di strane superstizioni e irresistibili seduzioni dove alcuni partecipanti sono spesso preda di un comportamento ossessivo-coattivo e invocando (a sproposito) la fortuna.

*“In diverse circostanze – osserva Vega – ciascuno speculatore sembra avere due corpi, in modo che l’osservatore stupefatto vede un essere umano che lotta con se stesso”.* Il comportamento di questi speculatori “del tutto instabili, insani, presuntuosi, pazzi” viene descritto come di coloro che “vendono senza sapere perché, comprano senza ragione”. Il loro comportamento determina movimenti inconsulti nei prezzi delle azioni: *“L’attesa di un avvenimento produce un’impressione più profonda sulla Borsa dell’avvenimento medesimo”.* Solo l’osservatore perspicace *“che si ripromette di osservare questi fenomeni coscienziosamente, senza passione accicante ed irritante ostentazione, valuterà il più delle volte correttamente i fenomeni anche se non sempre”.*

Ritornando ai sintomi moderni della malattia da trading *“gli aspetti che secondo gli esperti vanno sempre accuratamente monitorati - ha scritto Giuseppe Di Vittorio sul quotidiano MF<sup>8</sup> - riguardano la sfera degli affetti, l’ammontare delle*

<sup>8</sup> “Tol, quando la passione diventa dipendenza” del 4/3/2003 dove si segnala anche un sito dedicato a questa tematica: [www.psicologiadeltrader.it](http://www.psicologiadeltrader.it)

## Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

*somme investite e la menzogna. Se per esempio l'attività di trading è un impegno totalizzante che limita o annulla il tempo libero, le relazioni affettive, di parentela o di amicizia, allora attenzione perché siamo di fronte al primo segnale d'allarme. L'escalation di capitali investiti alla ricerca di un'eccitazione sempre più lontana da raggiungere è un altro inequivocabile indizio di atteggiamento dipendente. Fino all'ultimo step, la menzogna, il nascondere le perdite a se stessi e agli altri, fino a costruirsi nell'immaginario una realtà che non esiste. Anche l'organizzazione del tempo da dedicare alla negoziazione via web può essere un utile strumento per comprendere se il trading sta diventando un problema. Se un trader dedica pochissimo tempo o addirittura niente all'analisi dei mercati e alla verifica dei risultati raggiunti dopo la seduta di borsa con il controllo delle operazioni vincenti, della performance ottenuta, dell'andamento della propria curva dei profitti, ma si concentra per tutto il tempo sulla pura negoziazione, evidentemente non sta cercando nel trading un'attività professionale, complementare o un sano hobby, ma solo eccitazione, adrenalina nelle vene, scopo che diventa primario anche rispetto al guadagno o alla perdita".*

### **Come molti risparmiatori perdono di vista l'obiettivo finale.**

*"A me piace comprare un titolo e rivenderlo dopo poco tempo, non riesco a tenerlo in posizione - mi scrive lucidamente un risparmiatore, sintetizzando il pensiero di molti - E' più forte di me. Ho un grosso difetto, non ho pazienza e senza quella non potrò mai raggiungere il grande risultato al momento giusto. I cavalli vincenti li so a memoria, il periodo di acquisto anche. Ma non ho pazienza. Prediligo titoli in odore di opa, poiché quelli dello SP MIB 40 li trovo troppi tranquilli, ma diverse volte resto deluso".* Inutili girarci intorno. Per molte persone operare in Borsa significa giocare. Nulla di male: ciascuno con i propri risparmi può fare quello che desidera. A questo tipo di risparmiatori invio una storiella<sup>9</sup> divertente che si racconta

<sup>9</sup> E' contenuta anche nel libro "Soldi al vento", di G. Belsky, T. Gilovich, Etas Edizioni.



a Las Vegas sull'atteggiamento dei "gamblers", i veri giocatori. Che viene citata anche negli Stati Uniti ai corsi di Borsa per far comprendere l'atteggiamento spesso irrazionale di chi opera in Borsa considerando il mercato più una slot machine dove tentare la sorte che un luogo dove investire i propri risparmi e cercare di ottenerne la rivalutazione.

*"Il terzo giorno della loro luna di miele a Las Vegas, due novelli sposi avevano già perso al gioco i 1000 dollari del loro budget. Alla sera, a letto, lo sposo notò un oggetto luccicante sul cassettone. Dopo aver guardato meglio riconobbe che era una fiche da 5 dollari che non avevano speso per tenerla come ricordo. Stranamente il numero 17 luccicava sulla faccia della moneta. Prendendolo come buon auspicio, indossò la sua giacca da camera verde e corse al tavolo della roulette puntando la fiche da 5 dollari sul numero 17. Abbastanza decisa, la pallina finì sul 17 e la scommessa, valutata trentacinque a uno pagò 175 dollari. L'uomo fece correre la sua vincita e ancora uscì il 17, facendogli guadagnare 6.125 dollari. Così andò fino a quando il fortunato sposo stava vincendo la cifra di 7,5 milioni di dollari. A quel punto intervenne il direttore di sala sostenendo che non aveva i soldi per pagarlo nel caso avesse vinto ancora. Senza perdersi d'animo lo sposo corse a un altro casinò in città, che ammetteva puntate più cospicue. Ancora una volta scommise sul 17 e ancora una volta il numero uscì, pagandolo più di 262 milioni di dollari (praticamente l'equivalente in euro). Estasiato lo sposo lasciò tutta la cifra sul 17, per perdere tutto quando la pallina si fermò sul 18. Abbattuto e scoraggiato, tornò a piedi in hotel camminando per migliaia e migliaia."Dove sei stato?" chiese la sposa non appena lui entrò in camera.*

*"A giocare alla roulette."*

*"E come e' andata?"*

*"Non malissimo. Ho perso solo 5 dollari."*

Vi sembra una storia incredibile? Confesso che resto sempre perplesso di fronte ai risparmiatori che mi confidano di amare prima di tutto "comprare e vendere, possibilmente in giornata, con guadagni superiori al 3-4%". O quelli che ti raccontano che perdono il 70% in Borsa, che i loro 200 milioni di

## Le "sveltine" in Borsa rendono ricchi... gli intermediari.

lire iniziali sono diventati 60 milioni ma "non mi preoccupo perché tanto fino a quando non vendo non ho perso nulla".

I soldi persi malamente in Borsa (anche con fondi e gestioni) sembrano non preoccuparli più di tanto e ispirare serie motivazioni al cambiamento, traendo qualche lezione dalle esperienze sbagliate e dotandosi di una strategia coerente nell'approccio agli investimenti.

Molte persone (risparmiatori spesso integerrimi professionisti nella vita attenti al soldo in casa) in questi anni hanno acquistato o privilegiato magari aziende del Nuovo Mercato "perché se devo investire e giocare voglio puntare sui titoli che si muovono di più: mi piace speculare!".

Un portafoglio che fa poche operazioni al mese non li attira: troppo noioso! Le Tiscali e le e-Biscom (ora Fastweb) acquistate anche con questo criterio rispettivamente a 120 o 250 euro ora giacciono a 2,4 e 37 euro. Perché spesso questo tipo di speculatori (che abbiamo descritto anche nei capitoli precedenti per il tipo di comportamento adottato) sono quelli pronti a vendere un titolo appena si guadagna il 5% ma pronti a tenerlo, fino alla morte, quando il titolo perde (non ammettono sconfitte o errori: è semplicemente il mercato che sbaglia). Vale in questi casi la regola "investi per il lungo periodo". Adottata dopo che un'operazione "mordi e fuggi" si è risolta con una perdita superiore al 50%.

**IN SINTESI**

**Resiste ancora intatta la figura del day trader. Il “mito” che più si opera, più si guadagna. Lo speculatore che come un guerriero ingaggia rapide battaglie col mercato durante la giornata, portando a casa a fine sera il bottino. Fra i trader online esistono certo coloro che riescono a ottenere risultati nettamente migliori del mercato ma statisticamente si tratta di un’esigua minoranza di risparmiatori evoluti che affrontano i mercati con un approccio estremamente professionale. Nella realtà la maggior parte dei trader improvvisati è soggetto oltre che a maggior stress a risultati spesso non pari alle aspettative. Al crescere del numero di operazioni effettuate, aumenta, infatti, la possibilità di commettere degli errori. Due ricercatori dell’Università di San Diego, B.Barber e T.Odean, hanno riscontrato in un loro studio che la variabile più influente sulle strategie e sulle performance dei traders online è l’overconfidence, ossia la tendenza degli investitori a sopravvalutare le proprie informazioni in termini di precisione e di capacità previsiva. L’overconfidence è un fenomeno collegato ad alcune caratteristiche proprie dell’operatività telematica rispetto a quella tradizionale: le commissioni minori e la velocità di immissione degli ordini porterebbero ad intensificare gli ordini di compravendita e a selezionare erroneamente i titoli negoziati, vendendo spesso attività profittevoli e tenendo in portafoglio quelle con una performance peggiore. Secondo Barber e Odean, i rendimenti di un trader sarebbero quindi inferiori di circa tre punti percentuali a quelli del mercato.**

# Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

Ho piazzato un gran colpo a Wall Street qualche anno fa.  
Ho sparato al mio broker.

Groucho Marx

“E’ facile fare soldi a Wall Street”, amava dire Mark Twain. “*Tutto quello che dovete fare è comprare quando il prezzo è basso. Poi, appena il prezzo sale, vendete e vi prendete i profitti*”. Niente di più logico. Ma chi i soldi in Borsa li ha messi davvero (e non è un umorista) sa che prevedere l’andamento dei mercati non è un esercizio semplice e chi formula con certezza previsioni di Borsa dovrebbe essere con la stessa certezza considerato un impostore o un adorabile bugiardo. Magari in buona fede. Ma con l’altissima probabilità di essere smentito dalla realtà. Può essere un economista di un’importante banca d’affari, un gestore di Borsa, un banchiere acchiappa-risparmi, un astrologo finanziario, un ministro economico o un analista tecnico.

“Mai fare previsioni, in special modo riguardo il futuro”. E’ una battuta di Sam Goldwin (il famoso produttore cinematografico degli anni ruggenti di Hollywood) che ben si adatta anche alle previsioni in materia finanziaria. E non importa chi le formula. Ho davanti i ritagli di due vecchi articoli pubblicati lo stesso giorno, il 12 settembre 2002, su Il Sole 24 Ore. Niente poco di meno che il parere di due premi Nobel per l’Economia, Robert Solow e Paul Samuelson che dicono la loro sull’economia in due interviste. Le loro opinioni? Pienamente contrastanti.

Un altro esempio sulla schizofrenia degli economisti? Secondo quanto afferma in uno studio Prakash Loungani, economista del Fondo Monetario Inter-

nazionale, il margine medio di errore nelle previsioni a un anno sull'andamento del Pil di un buon numero di Paesi industriali avanzati è stato pari, nello scorso decennio, all'1,5%. Poiché il tasso medio di crescita per lo stesso periodo nello stesso decennio è stato del 2,3% appare chiaro che il margine di ampiezza è così scoraggiante da indicare che queste previsioni servono a poco o a nulla. Nello stesso periodo, infatti, delle 60 recessioni che si sono verificate, solo in 2 casi si sono avute previsioni centrate con un anno di anticipo nonostante l'impegno profuso sull'argomento da migliaia di specialisti, istituti governativi, seminari e report di ogni tipo.

Vengono sempre in mente le parole che John F. Kennedy pronunciò dopo il fallimento della spedizione della Baia dei Porci: "Come posso aver commesso l'errore di fidarmi degli esperti?".

### **Gli economisti? Intrattenitori... Vedono rosa anche quando è nero...**

Inutile girarci intorno. Nel corso degli ultimi anni analisti, strategist, gestori ed economisti delle banche d'affari più importanti del globo hanno azzeccato pochissime previsioni, continuando a vedere rosa anche quando il grigio se non il nero erano il colore dominante. Compresi gli economisti dei vari organismi internazionali (Ocse, Fondo monetario, Banche centrali) o quelli pagati dai Governi, alle cui generose stime di crescita, negli Stati Uniti come in Europa, facevano eco i commenti baldanzosi degli uomini politici.

*"Il cavallo è destinato a rimanere, l'automobile è soltanto una moda passeggera"*. Siamo nel 1903 e questo fu il consiglio che Horace Rackham, avvocato personale di Henry Ford, fondatore dell'omonima casa automobilistica, ricevette dal presidente della Michigan Savings Bank. Rackham, fortunatamente per lui, ignorò il suggerimento e investì 5 mila dollari in azioni della Ford, rivendendole in seguito per la modica cifra di 12,5 milioni di dollari.

Varrebbe la pena rileggere un saggio di Bernard Maris, professore all'Università de Paris, scrittore di moltissimi libri di economia politica fra cui "Let-

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

tera aperta ai guru della finanza che ci prendono per imbecilli” (Edizioni Ponte alle Grazie). Centosessanta pagine con un’esortazione finale: “cari colleghi, torniamo all’economia del mondo reale e finiamola di parlare solo di “trasparenza”, di “fiducia dei mercati”, di “equilibrio generale” con un attacco pirotecnico alla categoria degli economisti:

*se l’economia è la scienza del mercato non serve a niente, ..., se l’economia è una scienza che predice il futuro, allora il più grande economista è Madame Soleil (il più famoso astrologo francese);... se l’economia è la scienza che sa parlare di fiducia, allora il più grande economista è Freud;... se l’economia è “trasparenza” i più grandi economisti sono i giudici, i poliziotti, la guardia di finanza;... se l’economia è una religione il più grande economista è stato Giovanni Paolo II;...ogni attività sociale ha un’utilità, anche i parassiti hanno un’utilità”.*

Un economista come Murray N. Rothbard era dell’idea che l’investimento finanziario fosse soprattutto un lavoro da imprenditori, non da economisti teorici. Non si considerava quindi né un abile consulente finanziario né un sagace speculatore ed ebbe il coraggio di confessare tutti i suoi investimenti sbagliati. E contro gli economisti che si sbilanciavano in dettagliate previsioni usando grafici e dati statistici, Rothbard scrisse che «*se veramente fossero capaci di prevedere il futuro non sprecherebbero il loro tempo scrivendo sulle newsletter di economia o costruendo modelli econometrici. Sarebbero troppo impegnati a fare i miliardi anticipando gli andamenti dei mercati delle azioni e dei beni*».

Fra teoria e pratica non sempre le cose vanno come devono ed è noto il caso di uno dei più grandi e celebrati sacerdoti dell’analisi tecnica, Ralph Nelson Elliott (la cui “teoria delle onde” si rifà al matematico toscano Fibonacci) il cui figlio ha raccontato che i soldi in casa arrivano sì dalla vendita delle dispende e dei corsi ma non dall’applicazione in Borsa dei principi elaborati (che si rivelarono una vera chiavica con il crollo del 1929 che portò via buona parte del patrimonio di famiglia). Secondo le menti più critiche la solita storia del paese degli “acchiappa-citrulli” nella versione avanzata: rende di

più inventarsi una teoria e trasformarla in un business con costosissimi corsi di formazione che applicarla nella realtà.

Ai tempi del 1929 uno degli economisti più in auge era Irving Fischer; poco prima del crac sosteneva a spada tratta come le azioni fossero ancora a buon prezzo spiegando che “i criteri della nuova economia vanno rivisti e con questi i metodi di valutazione delle azioni” (*e poi qualcuno dice che la storia non si ripete...*). Lo stesso economista noto per aver dichiarato un mese prima del crollo del 1929 che portò alla Grande Depressione: “il prezzo delle azioni ha raggiunto un altopiano permanente”. Con la grande Depressione perse non solo la faccia ma anche buona parte del suo patrimonio investito in azioni. E sono numerosi gli economisti che hanno perso e fatto perdere una fortuna, compresi diversi premi Nobel per l'economia<sup>1</sup>.

D'altra parte gli economisti passati alla storia per essere diventati ricchi grazie alle proprie capacità di previsione economica si contano sulle dita di una mano. Fra questi, ricorda Bernard Maris, Davide Ricardo, uno dei maggiori economisti di tutti i tempi, “*che fece fortuna a venti anni e passò il resto della vita a ozicare, fare politica, scrivere libri e gustare (moderatamente) del Porto. Keynes operò in Borsa, perse, guadagnò, racimolò una fortuna a 35 anni, poi si interessò di politica, scrisse dei libri, collezionò quadri, monete, amanti e amici, prima di aprire un teatro per la più bella donna del suo tempo (che aveva appena sposato); e in punto di morte non rimpianse che una cosa: non aver bevuto abbastanza champagne*”.

Eppure, l'antica saggezza cinese ci aveva messo sull'avviso: *ruo xin bu, maile wu; mi gua kou, mei liang dou*. Che significa? Che se credi alle divinazioni ti ritroverai a vendere la tua casa per pagare gli indovini.

Mestiere difficile quello dei super esperti. Non basta spesso dirigere una Ban-

<sup>1</sup> “Anche i Nobel perdono” di Nichola Dunbar (Egea Edizioni) racconta il crac più famoso di un hedge fund negli anni '90, il Long Term Capital Management, che ebbe fra gli “inventori” due premi Nobel per l'economia, Robert Merton e Myrton Scholes. Fra i sottoscrittori del fondo anche la Banca d'Italia per un importo sottoscritto di circa 400 miliardi delle vecchie lire. Nei difficili anni Trenta un gruppo di finanziari pensò di affidare la gestione di alcuni fondi d'investimento all'economista John Maynard Keynes la cui reputazione era già stellare (ed è tuttora considerato come uno dei più grandi economisti mai esistiti). Keynes accettò ma i risultati furono tanto deludenti con un valore del fondo in costante discesa che gli fu chiesto di dimettersi per seguire al meglio il suo ruolo più appropriato di economista.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

ca, farsi una posizione e disporre di centinaia di cervelli per comprenderne di mercati borsistici più di una qualsiasi persona di buon senso. Per non parlare del rischio dei conflitti di interesse.

Negli Stati Uniti il cliente di una delle più importanti banche d'affari (Bear Stearns) qualche anno fa, dopo lo sbloom della new economy, ha fatto causa al proprio istituto sostenendo di aver perso milioni di dollari per via delle errate previsioni formulate dai gestori e dagli economisti sempre pronti a farsi intervistare dai giornali. Interessante la difesa dell'amministratore delegato di Bear Stearns, James Cayn: *"gli economisti non possono certamente vantare ottimi risultati quando si tratta di prevedere il futuro. Direi che fanno più spettacolo: il loro compito è intrattenere i clienti con i loro eruditi rapporti"*. Di conseguenza il cliente della banca d'affari non ha diritto ad alcun risarcimento. Secondo un'analisi di qualche anno fa la stessa Federal Reserve di Philadelphia, che ogni trimestre conduce un sondaggio per tastare il polso della comunità finanziaria, nessun esperto è riuscito a prevedere alcuna delle recessioni che hanno colpito l'economia americana degli ultimi vent'anni. *"La maggior parte degli economisti delle grandi banche d'affari basa i suoi pronostici sul recente passato. Un criterio valido mediamente due volte su tre"*, spiega un addetto ai lavori.

Insomma, se le cose vanno male si dice che andranno male. Viceversa se c'è qualche possibilità di ripresa. Un metodo che si unisce al pesante sospetto che la maggior parte degli economisti e degli analisti delle banche d'affari obbediscano più agli ordini di scuderia dei loro datori di lavoro che a riscontri obiettivi. Un ottimismo di facciata della serie *"va tutto bene Madama la Marchesa"* come si diceva ai tempi del glorioso giornale satirico 'Marc'Aurelio'.

Nel suo libro "Euforia irrazionale" Robert Shiller ricorda che secondo i dati della Zack Investment Research riguardante i report emessi sulle società quotate dalle banche d'affari risultava che su un campione di 6.000 aziende, verso la fine del 1999 soltanto lo 0,6% riguardava il "vendere"; mentre un 69,5% riguardava il "comprare" e il 29,9% il "tenere". Dieci anni prima la quota relativa al "vendere" era quindici volte più grande e pari al 9,1%. Nel 1980 il medesimo rapporto fra "sell" e "buy" era all'incirca 1 a 1, ha ricordato qual-



## CAPITOLO 6

che anno fa Arthur Levitt, ex presidente della Sec.

Tra gli analisti finanziari che ai primi del novembre 2001 consigliavano di acquistare titoli Enron (due settimane dopo che l'autorità di controllo americana, la Sec, aveva aperto un'inchiesta sulla società che nelle settimane successive si rivelò la più grande bancarotta della storia) ben 11 analisti su 16 (di quelli che seguivano costantemente la società o rilasciavano giudizi su di essa) mantenevano giudizi "buy" o "strong buy".

Un'indagine pubblicata dal Wall Street Journal nel giugno 2001 faceva comunque il punto sui consigli della grande casa di brokeraggio (vedi tabella 15), studiando il ritorno degli investimenti sulle vendite e sugli acquisti effettuati, basandosi sulle raccomandazioni degli analisti fondamentali nel periodo gennaio 1997 - 5 giugno 2001. L'esito? Mentre l'indice S&P 500 saliva nel periodo considerato del +74,2% una gestione in base ai consigli professionali sarebbe rimasta al palo. Ritorno, zero.

<b>I consigli delle banche d'affari</b>	
Ritorno degli investimenti sulle vendite e gli acquisti effettuati basandosi sulle raccomandazioni degli analisti nel periodo gennaio 1997 - 5 giugno 2001.	
1. Credit Suisse First Boston . . . . .	<b>6,85</b>
2. AG Edward . . . . .	<b>4,33</b>
3. Salomon SmithBarney . . . . .	<b>0,88</b>
4. Merrill Lynch . . . . .	<b>1,57</b>
5. Morgan Stanley . . . . .	<b>-2,76</b>
6. UBS Paine Webber . . . . .	<b>-4,87</b>
7. Prudential . . . . .	<b>-5,47</b>
8. Goldman Sachs . . . . .	<b>-6,03</b>
9. Bear Sterns . . . . .	<b>-6,21</b>
10. Lehman Brohers . . . . .	<b>-7,03</b>
Indice Standard & Poor 500 . . . . .	<b>+74,2%</b>

fonte: *Investars*

Tabella 15

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

La dimostrazione più evidente di una distorsione causata dall'effetto-branco: non è la paura di sbagliare ma di essere sfavorevolmente confrontati con gli altri analisti. *“Se commetti un errore, anche grave, la tua carriera di analista sarà compromessa solo se i tuoi omologhi delle case rivali si erano detti in disaccordo e avevano avanzato previsioni differenti, facendo centro”* ha osservato correttamente James B. Stewart sulle colonne del Wall Street Journal. *“Un istinto del branco che porta gli analisti a uscirsene con le revisioni al rialzo quando i titoli sono ai massimi e con quelle al ribasso quando le azioni sono prossime o sono già arrivate ai minimi”*. La ricetta migliore per realizzare un disastro delle proporzioni documentate da Investars.

L'ennesima conferma a un assunto dimostrato dal professor McGuire nel 1960: *“quando la gente stima delle probabilità o degli scenari ritiene le conseguenze desiderabili più probabili di quelle indesiderabili”*. Ovvero, quando si possiedono o si consigliano delle azioni si tende a sovrastimare la loro possibilità di crescita: *“un giudizio obiettivo che spesso manca alla base nell'elaborazione della maggior parte dei consigli se non assistiti dall'ausilio di metodologie ben precise, riconducibili a piani di trading con regole ben determinate”* analizza Stefano Calamita.

## Paese che vai, Enron che trovi. Il caso Parmalat.

Percentuali e circostanze, quelle di Enron, che ricordano molto il caso Parmalat<sup>2</sup> in Italia dove banche d'affari di primario standing consigliavano di acquistare il titolo con tanto di report dal giudizio “strong buy” mentre sottobanco si disfavano dei titoli. Un crac da circa 15 miliardi di euro, circa 29 mila miliardi delle vecchie lire definito dalla Security Exchange Commis-

<sup>2</sup> Diverse banche d'affari consigliavano l'acquisto di Parmalat fino a poche ore prima del crac. Fra queste Deutsche Bank e Citigroup si sono particolarmente distinte. Quest'ultima ha raccomandato il titolo attraverso l'analista Andy Smith e ha reiterato il consiglio “buy” con target price a 3 euro e indicazione di rischio... “medio-basso” (!) anche quando la bufera era già in corso nel dicembre 2003 col titolo sospeso a Piazza Affari. Nel settembre 2003, poche settimane prima dell'affondamento, un gestore del Credit Suisse, presentando un nuovo fondo, faceva notare come il primo titolo in portafoglio fosse Parmalat. Il 7 giugno 2003 Plus, il supplemento del sabato del Sole 24 Ore, intervistava un gestore di hedge fund della J.O. Hambro. Titolo a tutta pagina da incorniciare: “In Italia mi piace Parmalat”.

sion (Sec), l'organo statunitense di vigilanza sul funzionamento delle borse, «una delle più grandi e sfacciate frodi della storia». Una bancarotta clamorosa con protagonista un ex salumificio diventato una multinazionale del latte guidata da un imprenditore, Calisto Tanzi, considerato un esempio di fede cattolica applicata alla gestione aziendale. E dove agli azionisti beffati si sono aggiunti oltre 100 mila obbligazionisti: si erano fidati dei titoli emessi dalla multinazionale del latte e delle merendine confortati dai “rating” e dai giudizi emessi dalle banche d'affari su bilanci rivelatisi poi completamente falsi. Ha scritto in proposito il giornalista Gabriele Franzini nel suo libro<sup>3</sup> dedicato a questa vicenda: *“Il giro d'affari reale era inferiore del 25 per cento rispetto a quanto dichiarato nel bilancio ufficiale; nel caso del margine operativo lordo la differenza sale addirittura all'81 per cento. Fra il 1997 e il 2003 circa 1,9 miliardi di euro sono usciti dalle casse di Parmalat senza che si sappia dove sono andati a finire. E fra il 1985 e il 2003 una somma analoga è stata dirottata verso società e conti personali della famiglia Tanzi”*.

Una vicenda inquietante che ha evidenziato come i controlli sulle società quotate e sui bilanci o la redazione dei rating o dei report possano essere elaborati in modo distorto e viziati da un conflitto di interessi sistematico. Da una parte alcune banche sottoscrivevano le obbligazioni emesse da Parmalat (a condizioni superiori a quelle dichiarate dal mercato); dall'altra le ricollocavano ai sottoscrittori dei loro fondi comuni d'investimento, trattenendosi una robusta commissione.

Ha osservato giustamente Franzini: *“Parmalat era soggetta ai controlli dell'ispettorato interno, dei (pochi) membri indipendenti del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale, di due società di revisione dei bilanci, delle agenzie di rating e della Consob, oltre che alle ispezioni ordinarie della Guardia di Finanza. Le emissioni obbligazionarie di Collecchio su piazza italiana (1,5 miliardi di euro solo fra il*

<sup>3</sup> Fra i libri consigliati per chi vuole saperne di più meritano una menzione speciale “Il crac Parmalat. Storia del crollo dell'impero del latte” (Editori Riuniti) di Gabriele Franzini e “Buconero Spa” di Vittorio Malagutti (Laterza Editore).

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

1997 e il 2002) hanno regolarmente passato il vaglio della Banca d'Italia. E Palazzo Koch, attraverso la Centrale Rischi, avrebbe dovuto quantomeno rilevare una macroscopica anomalia: l'indebitamento bancario complessivo dichiarato da Parmalat (cioè quello comprendente anche gli istituti esteri) era inspiegabilmente inferiore all'esposizione del sistema creditizio nazionale verso il gruppo di Tanzi. Il presidente Cardia ha dichiarato in un primo tempo che la Consob avrebbe potuto scoprire in anticipo la truffa se solo avesse avuto accesso alla Centrale Rischi. Salvo poi ammettere di non aver mai chiesto a Bankitalia di poter consultare quei dati. Nel nostro Paese non esiste una sola società che sia sottoposta ad un livello di controlli superiore rispetto a quello esercitato in questi anni su Parmalat. Eppure, questo non ha impedito a Tanzi e ai suoi manager di produrre falsi giganteschi e di saccheggiare le risorse aziendali per oltre un decennio. E questo significa una cosa sola: senza un robusto vaccino la prossima Parmalat è già dietro l'angolo".

E va evidenziato come ulteriore paradosso di questa vicenda come l'alert più convinto sulla imminente bancarotta di Parmalat sia stata data non da un analista o da un banchiere d'affari ma da un comico. Un segno che il buon senso può spesso albergare più nei giullari e nelle menti critiche che fra gli addetti ai lavori del ramo *business & investment*.

Sul settimanale Internazionale<sup>4</sup> il comico genovese Beppe Grillo ha scritto: "Da anni, molti segni indicavano che non conveniva investire in Parmalat. Se a me che faccio il comico questi segni sembrano così evidenti, come mai non erano evidenti alle banche internazionali, alle società di revisione, agli investitori e ai risparmiatori? Standard & Poor dava un buon rating di Parmalat fino a due settimane prima del crollo. Negli ultimi sei mesi il valore delle azioni Parmalat era raddoppiato. Deutsche Bank aveva comprato il 5 per cento di Parmalat e l'ha venduto appena prima del crollo. Davvero nessuno sapeva? Dal 2002 ho raccontato nei miei spettacoli i debiti e i bilanci falsi di Parmalat a più di centomila spettatori. Sono figlio di un imprenditore. La mia prima perplessità su Parmalat è sulla strategia industriale più che su

<sup>4</sup> Internazionale numero 524, del 29 gennaio 2004.

*quella finanziaria: mi colpisce la sproporzione tra la povertà del prodotto di base - il latte - e la megalomania del progetto e delle spese pubblicitarie di Calisto Tanzi.*

*Una media azienda regionale che si propone, come diceva Tanzi, di diventare "la Coca-Cola del latte" mostra di non conoscere né il prodotto né i mercati. È come se un fabbricante di meridiane dicesse: "Voglio diventare la Rolex delle meridiane". Come si fa a dargli i propri soldi?"*

### **Analisti, servi di due padroni?**

Che cosa negli ultimi decenni ha così fortemente modificato il ruolo degli analisti nelle banche d'affari "da sfigati a rock star" lo ha ben spiegato il giornalista Riccardo Staglianò in un agile volumetto dal titolo "Cattive Azioni. *"Come analisti e banche d'affari hanno creato e fatto sparire il tesoro della new economy"* pubblicato da Editori Riuniti.

Prima dell'Età Moderna gli analisti facevano gli analisti. E i broker facevano i broker. Gli analisti studiavano le società e producevano report e raccomandazioni mentre le società di intermediazione esigevano sostanziose commissioni per comprare e vendere. Ha scritto Staglianò: *"Dire vendere o comprare, all'epoca, dal punto di vista della brokerage non aveva conseguenze diverse, generava comunque commissioni che in parte andavano a remunerare il lavoro di chi pronunciava le dritte. La principale preoccupazione era far contenti i propri clienti chiedendo agli analisti di guidarli al meglio nelle acque perigliose della Borsa"*.

Un metodo però costoso perché le commissioni le pagavano soprattutto i piccoli, mentre i grossi, grazie al loro potere di contrattazione, spuntavano condizioni migliori.

*"L'onestà non è mai stata fondamentale a Wall Street, ma gli intermediari hanno sempre finto di essere onesti. Ora hanno smesso di fingere. Più che mai, la ricerca di titoli come viene chiamata, è un settore delle vendite. Investitore, sei avvertito"* ha scritto in proposito James Grant, cronista finanziario.

Secondo Staglianò il taglio delle commissioni di negoziazione ha abbattuto i muri "cinesi" nel settore. *"Così dal 1° maggio 1975 il Congresso decise di met-*

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

*tere fine alle commissioni fisse. Ben presto, sotto la micidiale pressione competitiva, si ridussero sostanzialmente fino quasi a sparire<sup>5</sup>. Non era più da lì che si potevano ricavare gli stipendi degli analisti. Se volevano campare, costoro, dovevano rendersi utili in altro modo. Cooperando, cioè, alle nuove attività che, all'interno della brokerage, producevano denaro e che facevano capo, per la maggior parte, al settore bancario. Come curare il collocamento in Borsa delle compagnie e i loro aumenti di capitale, per esempio. Per non dire del boom, a metà degli anni '90, delle fusioni ed acquisizioni dalla cui consulenza potevano derivare introiti importanti. Nella nuova prospettiva, però, la libertà di manovra degli analisti finiva per essere assai limitata. Non era più come prima quando parlare bene o male di un'azienda produceva comunque le commissioni legate all'acquisto o alla vendita dei relativi titoli. Adesso solo i report positivi portavano soldi, invogliando la gente a comperare. Quelli negativi erano diventati un costo che nessuno voleva permettersi il lusso di pagare. E fu così che i 'sell' sparirono dal vocabolario di Wall Street...".*

Non è facile fare gli indipendenti, soprattutto se lavori in un grande gruppo, ammettono gli analisti che lavorano nelle strutture più "organizzate". Facile capire il perché: se sei un analista non è facile essere oggettivi con una società quotata quando il tuo padrone va a pranzo con il suo amministratore delegato che è socio o è presente nel consiglio di amministrazione di un'altra pattuglia di società, clienti o potenziali clienti..

*"Gli analisti sono riluttanti a raccomandare agli investitori di vendere. Una delle ragioni dietro questo comportamento è che se lo fanno attirano il furore delle imprese dei cui titoli raccomandano la vendita. Queste ultime possono vendicarsi rifiutandosi di parlare con gli analisti che a loro parere stendono rapporti negativi, li escludono dagli incontri informativi e negano loro l'accesso ai dirigenti chiave quando preparano le previsioni sugli utili"* sostiene Robert Shiller.

<sup>5</sup> Da alcuni mesi un nuovo terremoto sta scuotendo il trading online statunitense. Bank of America (BoFA), seconda banca Usa per dimensioni, ha infatti lanciato una promozione che offre gratis 30 ordini al mese ai clienti con conti di almeno 25mila dollari. Poiché le commissioni di BoFA variano da 5 a 10 dollari, il risparmio medio per cliente potrebbe toccare i 3.500 dollari all'anno. All'annuncio in data 11 ottobre i titoli dei concorrenti quotati sono precipitati: TD Ameritrade -12%, Schwab -9,5%, E-trade -11%. Quest'ultima ha risposto dopo poche ore offrendo 100 eseguiti gratis per un mese con soli 1.000 dollari sul conto. Una guerra che sembra solo all'inizio.

Ma un'altra delle ragioni più evidenti dell'ottimismo profuso spesso a piene mani dalla maggior parte dei report è da ricondurre evidentemente al gigantesco conflitto di interessi economici che avvolge il settore. Parlare male di una società quotata (magari cliente) o del futuro delle Borse è per le banche d'affari un atto di puro masochismo. Perché se le previsioni economiche sono negative e i clienti dei broker e delle grandi finanziarie invece di comprare titoli e movimentare le posizioni si rifugiano nel cash le commissioni delle banche precipitano. E un cliente che non muove il proprio portafoglio è la peggiore iattura per una banca o una sim: non produce commissioni (di intermediazione o gestione) come una mucca che non produce latte. E se gli analisti di un istituto si mettono a parlare male di una società quotata gli amministratori di quella società difficilmente vorranno più fare affari con quei banchieri.

*"Un'altra delle ragioni per cui molti analisti sono riluttanti a consigliare di vendere è dovuta al fatto che una parte cospicua, e crescente, di loro è dipendente di consorzi di garanzia e collocamento titoli e queste società non vogliono certo che i loro analisti possano agire in modo tale da esporre a rischio le loro attività lucrative"* sintesi Shiller in proposito.

Come nei pacchetti di sigarette dove c'è scritto che il fumo fa male e uccide così anche nei report pubblicati le banche d'affari devono dichiarare da qualche anno i loro conflitti d'interesse. Anche in Italia. Il corpo utilizzato è solitamente molto piccolo (consigliabile l'utilizzo di una lente d'ingrandimento) ma la lettura di queste avvertenze rende più di ogni altra cosa l'idea dello sforzo sovrumano che devono (e dovrebbero) compiere gli analisti nell'emettere uno "strong sell". Ovvero consigliare di vendere di brutto...

Di seguito, per farsi un'idea, i conflitti di interesse potenziali che sono pubblicati nelle ultime pagine di un report emesso a metà 2006<sup>6</sup> da Intermonete, la società d'intermediazione mobiliare che fa capo al Monte dei Paschi di Siena.

<sup>6</sup> Si tratta delle avvertenze riportate in fondo al report sulla società Tas del 23 giugno 2006. Nelle avvertenze si riporta che al 30 marzo 2006 l'ufficio ricerche di Intermonete copre come ricerca 126 società quotate con la seguente distribuzione dei giudizi negli ultimi 12 mesi: Buy (18,25%) Outperform (31,75), Neutral (38,1%), Underperform (10,32), Sell (1,58%).

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

*In ordine alla rivelazione di possibili conflitti di interesse Intermonte Sim dichiara che:*

- *la società casamadre, Banca Monte dei Paschi di Siena, detiene, direttamente o indirettamente, una significativa quota nelle seguenti compagnie: Aeroporto di Firenze, Alerion Industries S.p.A., Banca Popolare di Spoleto, Cir Energia (Gruppo CIR), Dada, EL.EN, Fiat, Kerself, Snia, Sorin, Unipol;*
- *la presenza di alcuni membri nel consiglio di amministrazione delle seguenti società che hanno rapporti col gruppo Mps: Aeroporto di Firenze, Alerion Industries S.p.A., Banca Popolare di Spoleto, BNL, Caltagirone S.p.A., Caltagirone Editore, Cementir, Dada, EL.EN, Engineering, Sias, Sorin, Unipol, Vianini Industria, Vianini Lavori;*
- *Intermonte SIM è specialista, secondo il regolamento dei mercati borsistici italiani, con i relativi obblighi di copertura e distribuzione delle ricerche, delle seguenti compagnie: Cairo Communication, Datalogic, Dmail, EEMS, Esprinet, La Doria, Reno de Medici, Reno de Medici Realty, Saes Getters, Socotherm, TAS, Trevisan;*
- *il gruppo MPS emette strumenti finanziari relativi alle azioni delle seguenti compagnie e sono market maker e/o sono arrangers e/o sono intermediari di: Autostrade, Banca Fideuram, Banca Intesa, Bipop-Carive, Edison, Enel, Eni, Erg, Fiat, Generali Assicurazioni, Impregilo, Mediaset, Mediolanum, Pirelli & C., Ras, SanPaolo-IMI, Seat PagineGialle, Telecom Italia, Tim, Tiscali, Unicredito Italiano;*
- *Mps provvede a una significativa quota della parte finanziaria delle seguenti compagnie: Alitalia, Camfin, Datalogic, Fiat, Hera, Pirelli & C., Pirelli & C. Real Estate, Seat PagineGialle, Telecom Italia, Tim;*
- *Intermonte Sim ha firmato un accordo, con relativi accordi di copertura e distribuzione della ricerca, con la seguente società: Buongiorno Vitaminic.*

Pur avendo piena fiducia nella professionalità del personale di questa banca (come delle altre) è comprensibile come, secondo le menti più critiche a questo status quo, nella Banca Universale le cosiddette “muraglie cinesi” possono apparire troppo basse o aggirabili pur in presenza di una regolamentazione sempre più minuziosa nello scrivere avvertenze di ogni tipo in fondo ai report. Un problema non certo solo italiano. «Non è un caso se anche in Gran Bretagna le previsioni più affidabili sono quelle realizzate da piccole società, prive di



*collegamenti con i grandi gruppi bancari e che non offrono servizi finanziari alle imprese», ha osservato al riguardo Graham Field, direttore di AQ, società indipendente di valutazione inglese. Un problema, quell'indipendenza carente in questo settore, che dà ragione a chi dice che nel moderno business bancario le vitamine migliori contro il logorio della Borsa moderna sono sempre le previsioni. Soprattutto positive.*

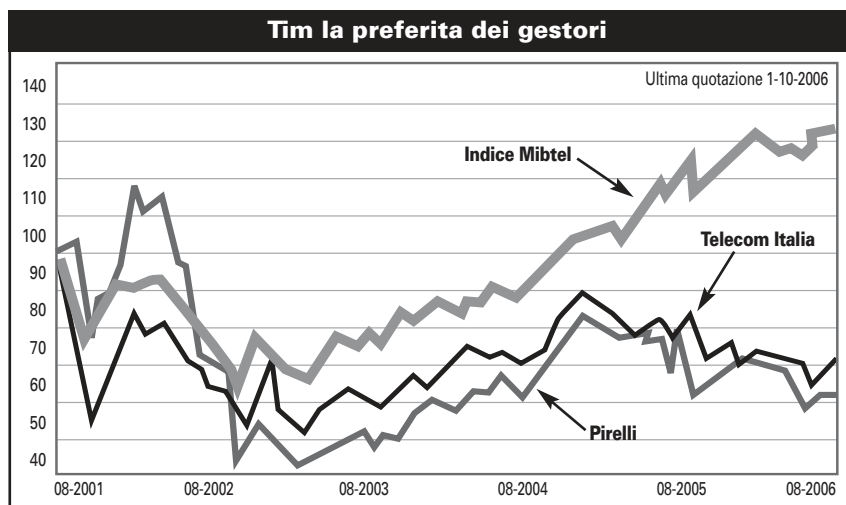
### **Vedo, anzi prevedo... Quei gestori della Tim Tribù.**

Ma come possono gli analisti e gestori di fondi parlare male del mercato se sono loro stessi il mercato? Un'obiezione apparentemente paradossale, sostenuta dalle voci più critiche, ma che ha un suo fondamento.

Negli ultimi anni uno dei settori che peggio si sono comportati in Borsa è stato il settore delle telecomunicazioni e in Italia il gruppo Telecom Italia che fu, protagonista un anno fa di un'operazione di fusione con la controllata Tim sul cui futuro strategico la stessa proprietà ha avviato delle riflessioni, considerato anche il peso dell'indebitamento sul gruppo. Nel maggio 2002<sup>7</sup> chi acquistava le azioni Tim poteva pagarle circa 4,6 euro; il valore di quel pacchetto ai prezzi di metà ottobre 2006 (considerata la fusione avvenuta poi con Telecom Italia) è di circa il 17% in meno contro una salita dell'indice S&P Mib40, nello stesso periodo, del +30%. Eppure proprio nel maggio 2002 il settimanale Milano Finanza dedicava la copertina a Tim, titolando: "È Tim la nuova Generali". Affermazione categorica non dei giornalisti della testata ma dei gestori interpellati sui migliori titoli da detenere nel medio-lungo periodo. E dove emergeva prepotente il consiglio di puntare sulla telefonia mobile ("un gestore su due ha scelto Tim") e in subordine sulla fissa, ovvero su Telecom Italia).

<sup>7</sup> Da citare in proposito come curiosità una dichiarazione di Marco Tronchetti Provera formulata propria nel maggio 2002 a chi gli domanda le prospettive borsistiche del titolo: "L'oroscopo è l'unico strumento di orientamento serio per sapere cosa farà la Borsa domani" dichiara Tronchetti. "Purtroppo – aggiunge - l'andamento del mercato è negativo, non si tiene conto che i nostri risultati migliorano e il debito scende... Il settore tlc scende e noi andiamo giù. E' un'atmosfera che durerà ancora mesi, ci sarà volatilità, non ci aspettiamo niente di particolarmente buono, a parte i risultati del nostro lavoro".

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.



fonte: Thomson Datastream

Tabella 16

A fine marzo 2002 sempre su Tim valeva la pena leggere il sondaggio condotto da un sito economico (Affari Italiani) che aveva richiesto nuovamente il conforto degli esperti. Qual è il titolo su cui puntare? Quaranta primari analisti, gestori e operatori di importanti istituzioni finanziarie italiane ed estere interpellati dalla redazione avevano detto la propria, individuando un candidato comune: Tim. Inutile dire che basta andarsi a leggere i rendiconti dei fondi azionari italiani per rendersi conto che proprio Tim era fra i titoli maggiormente detenuti dai gestori.

Un'operazione ardua quella lanciata da Marco Tronchetti Provera con l'acquisizione a debito di Telecom Italia che segue quella ancora più ardua di Gnutti e Colaninno. A guadagnarci davvero, come pochi strategisti e analisti ricordarono all'epoca (fra questi Michele Pezzinga, all'epoca strategista di Eptasim) fu solo la cordata degli scalatori della Razza Padana, grazie al provvidenziale intervento di un Babbo Natale (nelle vesti di Marco Tronchetti re-

so ricco dagli americani della Corning) disposto a strapagare Olivetti a spese degli azionisti Pirelli e poi di quelli della stessa Telecom Italia e Tim per pagare il debito.

Stesso copione a inizio 2002 con l'aumento di capitale Fiat. Che cosa fare? Il settimanale finanziario Milano Finanza (del 12/01/2002), fra i più informati e completi in Italia, raccoglie l'opinione degli addetti ai lavori e spiega l'operazione al popolo rivelando nel titolo il consiglio: *"Una Fiat a saldo"*. Ma leggiamo in sintesi il parere degli esperti raccolto dal giornale. *"Il ritornello ripetuto dai gestori che hanno in portafoglio titoli del gruppo torinese è sempre lo stesso: di Fiat non si può fare a meno considerato il peso che ha nel paniere del Mib30 e le necessità dei fondi indicizzati: il prezzo è lo stesso del 22 febbraio del '93... Lo sforzo chiesto da Agnelli agli azionisti viene considerato non elevato: lo sconto incorporato nel prezzo di emissione delle nuove azioni (15,5 euro) rende già di per sé conveniente partecipare alla ricapitalizzazione.. L'appeal dell'investimento è legato senz'altro alle prospettive di crescita e ai fondamentali del gruppo. A ben vedere, però, il valore per azione individuato dagli analisti per la Fiat è compreso tra 15 euro (Morgan Stanley, Abn Amro e WestLB Panmure) e 18 euro (Intermonte). In particolare, gli analisti di Morgan Stanley sottolineano che i deboli fondamentali di Fiat potrebbero indurre il gruppo a lanciare un altro aumento di capitale. Una circostanza che rischia di compromettere la possibilità di un rialzo nel breve e medio periodo. Credit Suisse First Boston, invece, guarda alla strategia industriale di Torino. In un'ipotesi di fusione Fondiaria-Toro il gruppo sarebbe posizionato per il 20% nelle assicurazioni, il 20% nell'energia, il 30% nei camion e il 30% nei trattori. Inoltre, la valutazione dell'auto (3 miliardi di euro) può salire a 6,8 miliardi di euro in caso di vendita. Ecco perché, secondo Csfb, anche in presenza di fondamentali poveri, il mercato può scommettere sulla strategia Fiat e ridurre dal 35% al 20% lo sconto applicato al valore patrimoniale della società (26 euro) calcolato con il metodo della somma delle parti"*.

Che cosa succede dopo al titolo Fiat è da manuale. Basta vedere il grafico sottostante. Crollo delle azioni per 3 anni fino a un minimo di 4,39 euro. Una perdita per chi ha sottoscritto le azioni del 72%.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

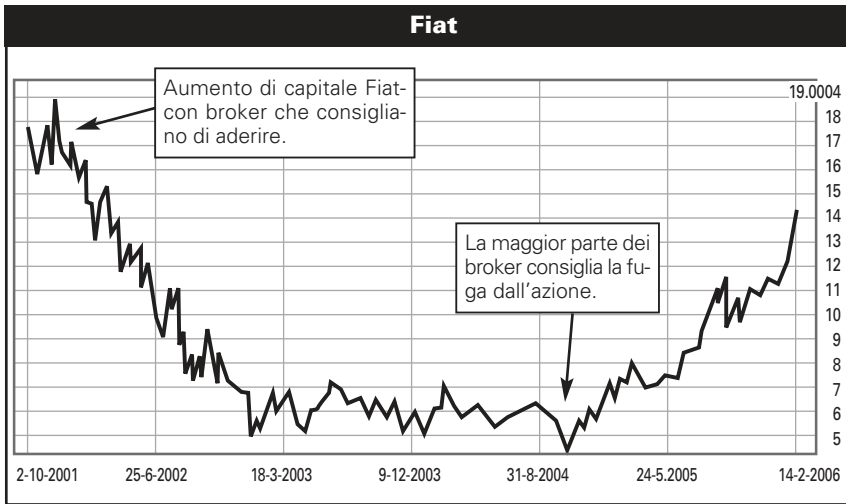


Tabella 17

La quota di mercato di Fiat scende ai minimi storici mentre la perdita di bilancio lievita a 1,63 miliardi di euro nell'esercizio 2004 tanto che quasi tutte le grandi banche d'affari e i fondi d'investimento consigliano nella primavera 2005 il fuggi-fuggi, preannunciando a questo punto il possibile crac e la necessità di un salvataggio di Stato. Ma in zona Cesarini (proprio quando i grandi analisti delle banche d'affari consigliano il fuggi-fuggi) arriva l'imprevedibile svolta sotto la guida di Sergio Marchionne, il nuovo amministratore delegato di casa Fiat, nominato dalla famiglia Agnelli dopo la scomparsa di quel galantuomo di Umberto. Una riscossa che vede il titolo Fiat toccare i 13,6 euro il 18 ottobre 2006 con un incremento dai minimi del 210%. Eppure nel periodo 2001-2002 sia nel caso del settore telecomunicazioni che di Fiat non occorre disporre di un ufficio studi dotato di poteri fuori dal comune per comprendere la delicatezza della situazione e le prospettive tutt'altro che brillanti nell'immediato. Com'era possibile non rendersi conto che la Fiat Sti-

lo, annunciata come la vettura della resurrezione, era destinata a essere un flop? Bastava guardarla!

Più interessante si dimostrava, infatti, il parere dei lettori di Quattroruote (e le loro opinioni sulla produzione automobilistica del Lingotto) piuttosto che quello degli analisti finanziari persi ad esaminare budget previsionali e a fare calcoli sui flussi di cassa futuri scontati. Qualcuno si ricorderà forse lo spot della Stilo per la quale la Fiat aveva dichiarato un investimento record di 300 milioni di euro per la promozione del prodotto? Quattro giovani a bordo di Stilo inventano una musica tecno-rap utilizzando i rumori tipici dell'auto: abbassando e alzando i finestrini, spostando avanti e indietro i sedili e premendo i tasti sul cruscotto. Come "reason why" per vendere una super utilitaria un'idea sicuramente originale.

Nel Report Strategy inviato ai miei abbonati il 21/1/2002 scrivevo: *"Il gruppo Fiat ha appena lanciato un aumento di capitale per finanziare la traballante FIAT che non azzecca più un' utilitaria da tempo. I debiti del gruppo del Lingotto intanto sono saliti a dismisura. Agnelli viene trattato dai giornali (bontà loro, relazioni sue) come un imperatore. A chi ci chiede che cosa fare riguardo l'aumento di capitale in conclusione consigliamo di astenersi. Non sottoscrivere. E anzi con un po' di coraggio (non guardando ai prezzi di carico) sbarazzarsi di tutte le azioni. Ai gestori che consigliano di aderire, lasciate riempirli. Secondo noi ci sono opportunità migliori e aziende con strategie più chiare. Negli ultimi 7 anni (dal 1994) il titolo Fiat ha sempre fatto peggio del mercato. Fino agli anni '80, quando in Corso Marconi comandavano Ghidella e Romiti, la Fiat era un purosangue: oggi è un brocco. Che a ogni giro aumenta il distacco dai partecipanti. Non sono opinioni ma fatti. Nel settore dell'auto da quando i concorrenti hanno alzato la pressione e gli Agnelli sono tornati a comandare le cose sono andate solo peggiorando. Via Ghidella e poi Romiti gli yes-man dell'avveniristico Lingotto non ne hanno imbroccata una..."*

Anche sul settore delle telecomunicazioni come Borsa Expert avevamo espresso tutti i nostri dubbi (Report Strategy n. 5 del 1/3/2002) riguardo l'euforia, giudicata immotivata, su questi titoli e sulle nuove tecnologie Umts, raccogliendo in Svizzera l'opinione di uno dei massimi esperti indipendenti

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

(Bruno Giussani) del settore: *“La realtà è che nessuno conosce lo stato futuro della domanda e dei prezzi; non è stato definito chiaramente nessun modello di business; nessuno, fino a questo momento, può affermare con certezza che ci sarà un ritorno sugli investimenti accettabile; le questioni inerenti la tecnologia e l’implementazione sono state ampiamente sottovalutate”.*

Spiegando così *“le ragioni che ci frenano nel consigliare di acquistare titoli del settore della telefonia con l’obiettivo di tenerli in posizione nel medio-lungo periodo. Nello scenario cauto ma molto realistico che abbiamo ricostruito in queste settimane non è nemmeno escluso, infatti, che nei prossimi mesi le società di telefonia non siano costrette a valutare sull’onda di una richiesta pressante di pulizia e trasparenza dei bilanci a livello mondiale (dopo lo scandalo Enron) di svalutare in maniera anche consistente gli avviamenti pluri-milionari (in euro!) delle licenze Umts... non ci si rende conto che i ricavi Umts sono ben lontani a venire... che il fatturato medio per utente comincia a calare, complice anche l’effetto saturazione... e la crescente competitività del settore...”*

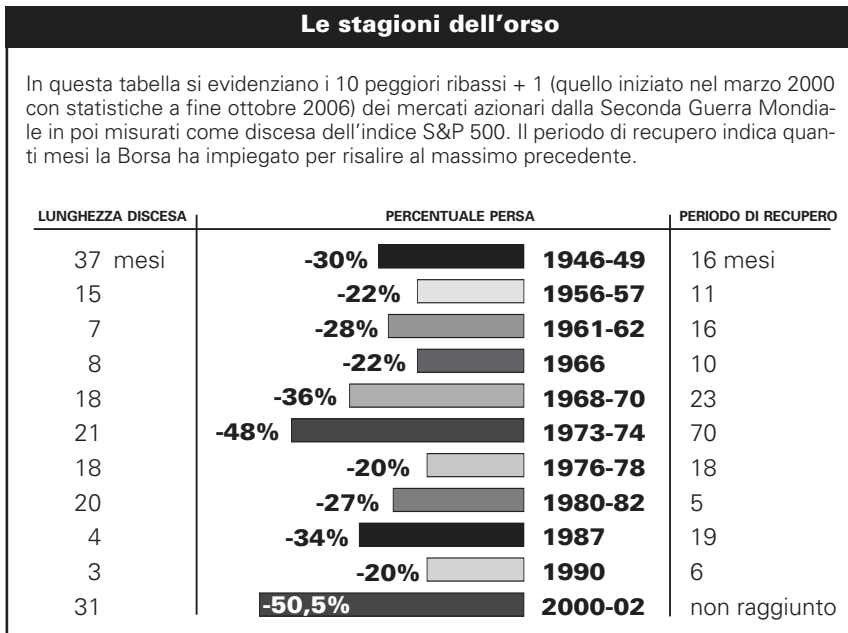
A rileggere le previsioni formulate negli ultimi anni (e rivelatesi poi delle solenni cantonate) ci sarebbe da scrivere solo sull’argomento un libro intero. I cantori erano spesso non ragazzotti alle prime armi ma i più importanti guru dell’industria del risparmio. Analisti del calibro di Edward Yardeni, allora capo economista delle strategie di investimento di Deutsche Bank Securities, che a fine 1999 preparava gli investitori al Nuovo Millennio con queste previsioni pacate: *“Mentre ci accingiamo ad entrare nel 21° secolo le prospettive dell’economia mondiale non sono mai state tanto buone”.* Un modo di pensare comune dell’epoca che ricorda una celebre frase di Mao Tse-Tung: *“Il mondo progredisce, l’avvenire è radioso, nessuno può cambiare questo orientamento della storia”* pronunciata nell’ottobre del 1945.

Pochi mesi dopo si scatenava sulle Borse Mondiali uno *tsunami* tale da abbattere l’indice delle Borse Mondiali del 46% in 3 anni e portare la recessione in buona parte del globo. Nel 2001 (uno degli anni “horribilis” delle Borse di tutto il mondo) erano numerosi i segnali a inizio anno forniti dagli analisti più importanti di tutto il mondo di *“un’imminente svolta al rialzo”.* Nel marzo 2001 a un anno dal lontano record del Nasdaq (col mercato già precipitato del 60%)

## CAPITOLO 6

il settimanale Usa Barron's invitava alla fiducia sulla base della nota teoria: "non può sempre scendere". Pubblicando tanto di tabelle dove si analizzavano proprio statisticamente le serie storiche dei più grandi ribassi del dopoguerra (vedi sotto) per comprendere come inquadrare un ribasso del 60% in 12 mesi. Dall'analisi dei dati si evidenziava come, rispetto al recente andamento del Nasdaq, il comportamento dell'indice Standard & Poor's 500 non aveva mai visto un tonfo percentualmente così elevato delle quotazioni (il record era stata la perdita del 48% nel biennio '73-'74 in piena crisi petrolifera).

Allora, per rivedere i prezzi dei massimi (ultima colonna) erano stati necessari 70 mesi, ovvero quasi 6 anni.



fonte: Leothold Group

Tabella 18

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

Ma statisticamente in media, secondo il settimanale finanziario Usa, dopo un periodo orso il tempo medio necessario a un mercato per recuperare tutte le perdite è di 19 mesi. Purtroppo questa volta i risparmiatori dovettero attendere 31 mesi (con il Nasdaq a quota 1100 nell'ottobre 2002) per vedere i minimi, prima della risalita.

E come non ricordare in questa occasione i pareri di Merrill Lynch e del guru del tempo, Henry Blodget<sup>8</sup>, analista del comparto high tech, successivamente incriminato dal procuratore generale di New York, Eliot Spitzer. All'alba del 2001 nonostante la pesante correzione in atto Blodget (come Jack Gruman star di Citygroup), colui che fra gli analisti finanziari più di tutti aveva spinto all'acquisto nel 1999 e nel 2000 i titoli della new Economy, intravedeva ancora un anno difficile ma non disastroso, predicando la prossima resurrezione dei listini.

Un parere positivo sui mercati ampiamente condiviso dalla "vecchietta" della Goldman Sachs, Abby Joseph Cohen, strategist della società americana secondo cui i valori di mercato erano ampiamente sacrificati ed era consigliabile approfittare della fase dei saldi per acquistare in maniera selettiva qualche azione del comparto tecnologico. Un sistema rigoroso, quello della Cohen. L'anno precedente, nel settembre 2000, aveva pronosticato per fine anno un target di quota 1575 (+4%) per l'indice S&P 500 e di 12.600 (+12%) per il Dow Jones Industrial Average. Peccato che nei 4 mesi successivi i mercati persero rispettivamente il 12%.

<sup>8</sup> La storia di Henry Blodget, ex Cibo Oppenheimer, è ben raccontata da Riccardo Staglianò nel suo libro. E' considerato l'analista "fucista" della New Economy di Wall Street per eccellenza. Merito dei target price stellari che "sparava" all'epoca, trascinando al rialzo tutto il mercato con salite repentine per i titoli consigliati (da Amazon a CMGI, da Excite a Infospace). Salvo scoprire poi che in privato (sono state intercettate delle sue e.mail...) molte delle società che giudicava "strong buy" le considerava confidenzialmente con gli amici "spazzatura" se non peggio... E che diversi titoli erano consigliati solo per incrementare le commissioni del suo datore di lavoro, la Merrill Lynch. Che ha dovuto sborsare centinaia di milioni di dollari di risarcimento a tutti i risparmiatori ingannati dai giudizi del suo analista di punta, dimessosi dall'incarico di strategist alle prime accuse, incassando comunque una liquidazione milionaria. Da incominciare la sua dichiarazione sulla valutazione delle azioni rilasciata nei momenti ruggenti: "A volte è meglio non guardare alle valutazioni troppo da vicino. Meglio socchiudere gli occhi e dire 'vedo un grande futuro per queste azioni'". A marzo 2001 un portafoglio composto con le sue raccomandazioni rispetto all'inizio del 2000 perdeva il 79 per cento.



Qualche mese dopo le sue stime prevedevano ancora una salita dell'indice S&P 500 nel medio termine di circa il 34%. Un "medio termine" che non sappiamo dove collocava visto che nei 2 anni successivi la Borsa americana perse il 23%. *«Il mercato è sottovalutato - commentava l'ascoltatissima guru - I settori le cui valutazioni ci preoccupavano un anno fa (tecnologia e telecomunicazioni) non ci preoccupano più (!). Le nostre proiezioni sono mirate a 6-12 mesi e forse siamo un po' in anticipo a suggerire di aumentare le posizioni, ma gli investitori hanno bisogno di tempo».*

Citare analisti o gestori che hanno sbagliato clamorosamente bersaglio può essere un esercizio divertente e infinito (col senno del poi) ma poco utile. L'arte del prevedere (un'arte e non una scienza esatta) mette già in preventivo la possibilità elevata di non cogliere nel segno ma viene sempre alla mente il detto "errare è umano, perseverare è diabolico" quando ci si rende conto come in molti casi il divario fra "come andrà" e "come è andata" diventa macroscopico. E sistematico.

Un confronto spesso impietoso che nella realtà, come vedremo, si evidenzia in modo drammatico nei risultati della maggior parte dei fondi comuni d'investimento e delle gestioni patrimoniali. Quella che dovrebbe essere la "specialità della casa". E dove i gestori e i banchieri possono usufruire direttamente a piene mani della pubblicazione di centinaia di report sfornati dai migliori cervelli degli uffici studi.

Sia chiaro, chi scrive non è esente da abbagli, cantonate e indicazioni errate<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Nell'aprile del 2000 il sito allora da me diretto, Bluinvest.com, fu criticato per aver pubblicato report complacenti verso Freedomland dopo un articolo pubblicato sul Corriere della Sera (che aveva peraltro nelle settimane precedenti recensito il sito Bluinvest.com come "il miglior sito finanziario in Italia secondo i trader") da Mario Gerevini (che resta uno dei più bravi giornalisti finanziari investigativi italiani), poi ripreso e amplificato dal direttore e fondatore di Milano Finanza (gruppo editoriale con il quale oggi collaboro), Paolo Panerai, nella sua rubrica settimanale "Orsi & Tori". L'accusa principale? Un presunto conflitto di interessi poiché Bluinvest.com aveva avuto nella fase di start up tra i suoi finanziatori proprio Virgilio Degiovanni, principale azionista di Freedomland-Ita. "Ciò che non uccide, fortifica" secondo il filosofo Nietzsche e mi sembra doveroso e corretto ricordare quell'esperienza "mediatica" a distanza di tanto tempo visto anche l'argomento del capitolo e la trasparenza dovuta ai lettori. Nel prospetto informativo di Freedomland-Ita, la Bluinvest.com Srl appariva chiaramente tra le partecipazioni di Degiovanni con la puntualizzazione ulteriore che tale partecipazione era già in fase di cessione. Evento che avvenne nel marzo 2000 prima del collocamento in Borsa di Freedomland. La stessa Consob, a cui venne fornita tutta la documentazione sui rapporti societari fra Bluinvest.com e Degiovanni, non riscontrò successivamente alcuna irregolarità riguardo questa vicenda e l'accusa di "conflitto d'interesse" o di manipolazione del mercato. E peraltro nel sito Bluinvest.com erano specificati, senza censure, i miei rapporti con le società di Degiovanni. Peraltro, nel merito, sulla matricola Freedomland furono pubblicati su

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

Chi è senza peccato in questo settore scagli pure la prima pietra (anche il sottoscritto coltiva una discreta collezione di flop passati, presenti e sicuramente futuri). Ma fino a oggi il bilancio all'ultima riga si è mantenuto largamente positivo nel tempo; quello che si dovrebbe, credo, chiedere a un consulente di borsa o a un presunto esperto: fare meglio del mercato. Non certo la garanzia che questa dote varrà anche nel futuro (vista l'imprevedibilità dei mercati) ma almeno una credenziale incoraggiante.

Sul finire degli anni '80 scoprii personalmente la filosofia del "track record", occupandomi di "program trading" ed hedge fund grazie al supporto informativo di prima scelta fornito dalla Shearson Lehman Hutton di Ginevra. Una mentalità tipicamente anglosassone e pragmatica quella del "track record" (così si definisce nei mercati finanziari anglosassoni l'elenco delle operazioni realizzate nel passato e i risultati conseguiti) che ancora in Italia non ha attecchito nel settore dell'analisi borsistica dove la regola è spesso promuoversi pubblicizzando solo le migliori operazioni consigliate ed evitando accuratamente di citare le operazioni andate male.

Un'anomalia e una distorsione che si potrebbero facilmente superare obliando tutti i soggetti coinvolti in questo settore a tenere un "libro di bor-

Bluinvest.com prima del collocamento non solo analisi positive (specificando comunque i metodi di valutazione adottati, i benchmark con le altre internet company e i rischi) ma furono riportate anche le ragioni del partito dei PRO e quelle del partito dei CONTRO (mettendo in rilievo pure alcuni dubbi sulle capacità gestionali del management di Freedomland di fronte a un progetto di questo tipo così difficile da attuare). Un'analisi che vista la delicatezza dell'argomento fu fatta in totale buona fede sulla base dei documenti che la società mise a disposizione di tutti gli analisti con un'attenzione superiore alla media, senza pregiudizi negativi o positivi ma esaminando i dati, il mercato e gli attori e confrontando società simili nel mondo (dagli Internet Service Provider alle Net TV quotate) sull'ipotesi della validità del "business model" di Freedomland di puntare all'integrazione fra internet e televisione (un modello, quello della "media company" che è ora paradossalmente considerato il futuro del settore).

Scrivo nell'aprile 2000 in proposito: "Ciò non significa che i giudizi e le analisi formulate dagli esperti di Bluinvest.com non possano essere esenti da errori di valutazione ma esclude che siano redatte in modo superficiale o ancor più legato a interessi di qualsiasi genere... Sul tema delle valutazioni dei titoli Internet crediamo che il dibattito sia aperto e nessuno può dire ancora l'ultima parola come dimostrano quotidianamente i mercati finanziari e le analisi formulate da soggetti di ogni tipo, anche da istituzioni che dovrebbero essere al di sopra di ogni sospetto. Se c'è qualche analista finanziario che ha frequentato qualsiasi corso in grado di emettere dei target price corretti sui titoli Internet (e non) lo aspettiamo in Bluinvest.com a braccia aperte. In Borsa nessun giudizio è per sempre e potremo forse cambiare idea: contano buonafede e risultati complessivi. E verremo giudicati per questo. Se i dati relativi a Freedomland e allo sviluppo della Web Tv dovessero mutare o il management dimostrasse di non essere all'altezza delle aspettative siamo pronti a rivedere il giudizio". Cosa che facemmo appena emersero le prime accuse di irregolarità nei confronti del management e degli azionisti di Freedomland nei successivi mesi poi culminate negli anni successivi in una condanna a Degiovanni per falso in prospetto informativo e abusivismo finanziario. Vicenda per la quale Bluinvest.com e il sottoscritto non sono mai stati coinvolti ad alcun titolo.

do” di tutte le operazioni consigliate, misurando nel tempo il risultato realizzato da un portafoglio composto da “buy”, “strong buy” e “outperform”. Una norma elementare di trasparenza che personalmente applico da moltissimi anni in tutti i miei portafogli consigliati (prima di Bluinvest.com, attualmente di Borsaexpert.it), per misurare l’andamento complessivo di tutte le indicazioni fornite nel caso in cui un risparmiatore le avesse replicate, indicando sempre chiaramente quali e quante azioni comprare (il peso percentuale) e vendere e tenendo a disposizione dei Clienti questo documento.

### **Quando “sciare sul Nasdaq non è più un rischio...”.**

Riguardo le “cantonate” degli analisti e dei gestori italiani negli ultimi anni se ne può trovare una rassegna in un istruttivo libro di Simone Mariotti<sup>10</sup>, promotore finanziario meticoloso e preparato che quasi nulla ha lasciato “impunito”, rileggendo annate di Sole 24 Ore, Milano Finanza, Bloomberg Investimenti, Il Mondo e di altri fonti ben informate. Tra il 2001 e il 2002 ha catalogato oltre 400 previsioni su singoli titoli; il 65% dei quali si sono rivelate errate. La conferma in uno studio condotto dalla società indipendente inglese AQ che analizzava la qualità dei report sulla base delle previsioni emesse sugli utili per azione rispetto ai risultati effettivi che fece titolare Il Sole 24 Ore in un articolo pubblicato il 26 luglio 2001: “Gli analisti ci azzeccano una volta su tre”. Peggio della monetina. Una miopia sia nel breve che medio-lungo termine confermato dagli studi di Burton Malkiel<sup>11</sup> e John Cragg che interpellarono alla fine degli anni ’70 diciannove imprese di Wall Street chiedendo di rendere disponibili, sotto la garanzia dell’anonimato, le previsioni realizzate nel decennio precedente. Così Malkiel ha descritto quell’esperienza: “*Messi di fronte ai deludenti esiti delle loro stime di crescita a cinque an-*

<sup>10</sup> *L’investitore libero* di Simone Mariotti, Maggioli Editore.

<sup>11</sup> Burton G. Malkiel, membro del dipartimento di economia della Princeton University, consigliere di diverse società d’investimento (Prudenziale Insurance Company, Vanguard, Baker) è autore di diversi saggi economici, fra cui “A zonzo per Wall Street” (Sperling & Kupfer l’edizione italiana), manifesto sulla gestione “passiva”.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

*ni, gli analisti finanziari ammisero, onestamente ma con molto imbarazzo, che cinque anni sono troppi per poter costruire previsioni sufficientemente affidabili. Pertanto dichiararono che riconoscendo l'importanza delle proiezioni a lungo termine, avrebbero desiderato essere giudicati in base alla loro capacità di prevedere l'andamento dei profitti nell'anno successivo. Che lo crediate o meno, risultò che le loro previsioni a un anno erano persino peggiori di quelle a 5 anni. In sostanza incontravano più difficoltà a formulare previsioni a breve che non a lungo termine".<sup>12</sup>*

Colpisce spesso il tempismo di queste previsioni rivelatesi poi fallaci e l'infelice momento in cui vengono formulate: spesso poco prima di un crollo si vede rosa, poco prima del grande rialzo si vede nero. Da manuale in proposito le dichiarazioni di Brett Gallagher, strategist di Julius Baer, rilasciate al Wall Street Journal (e tradotte in Italia dal quotidiano MF il 1/10/2002) proprio al minimo del mercato, dove alla domanda se i mercati sono sopravvalutati dice la sua: "Assolutamente sì". Spiegando anche il target del ribasso: "Abbiamo stimato il giusto valore. Per lo S&P ci aspettiamo un livello compreso fra 560 e 650 (contro 827,37 punti toccati venerdì). Per il Nasdaq la situazione è differente. Nonostante il calo resta ancora sensibilmente sopravvalutato e secondo i nostri calcoli la tecnologia non è più in crescita"<sup>13</sup>". Ipse Dixit. Da quell'intervista il Nasdaq invertì la rotta e mise a segno un progresso nei 12 mesi successivi del 52%, che vale il 62% nei 24 mesi successivi.

<sup>12</sup> Lo studio originale è "Expectations and the Valuation of Shares", National Bureau of Economic Research, Working Paper ed è disponibile sul sito [www.ssm.com](http://www.ssm.com)

<sup>13</sup> Con spirito "contrarian" scrivevamo ai clienti di Borsa Expert, in prossimità di quelli che poi si dimostravano i minimi di mercato, azzeccandoci: "quando il sentiment negativo inizia a essere diffuso e i grandi opinion leader vedono nero allora probabilmente si avvicina la fine del tunnel". E in un altro Report Strategy di BorsaExpert.it scrivevamo, spiegando la decisione di incrementare comunque la quota in azioni, nonostante l'apparente situazione pericolosa descritta dalla stragrande maggioranza degli analisti e dei media riguardo soprattutto il conflitto Usa-Iraq: "Ma se l'economia collassa? Se scoppia la terza guerra mondiale e arriva la "fine del mondo"? Certo nell'attuale modello capitalistico ci sono forti storture che dovranno essere risolte. Ma nonostante Bush e compagnia ci sentiamo cautamente ottimisti se non dobbiamo guardare l'orologio ma il calendario della Storia. Non crediamo che i profitti delle aziende abbiano raggiunto il massimo di tutti i tempi nel 2000 (secoli di storia precedente ci insegnano che il progresso conosce soste e cicli ma non fermate definitive). Non crediamo che le aziende possano rivalutarsi nel tempo meno dell'inflazione, senza premiare in alcun modo il proprio patrimonio e la redditività distribuita. Non crediamo che il desiderio di profitto dell'umanità (una costante nella storia) sia morto e sepolto. In questa prospettiva non dobbiamo probabilmente (non siamo indovini) farci paralizzare da quanto succedeva fra Washington e Baghdad. Coraggio! Basta anche ricordarsi che numerosi profeti di sventura attuali sono gli stessi che ci raccontavano solo qualche anno fa (con prezzi delle azioni più che doppi) impunemente le "magnifiche sorti e progressive" dei listini azionari".

Ma a sbagliare previsioni non sono solo gli economisti, gli analisti tecnici (quelli dei grafici) o fondamentali. Le doti divinatorie sull'andamento dei mercati borsistici non appartengono nemmeno ai capitani d'impresa o ai grandi finanziari. Insomma ci sono epoche e fasi in cui non ci può fidare di nessuno. Prendete Renato Soru, attuale governatore della Regione Sardegna ma anche fondatore e maggior azionista di Tiscali. Una persona perbene, un po' scontrosa ma con i piedi ben piantati per terra che ho avuto modo di conoscere personalmente<sup>14</sup> per la prima volta pochi mesi prima del decollo della New Economy. Dopo il collocamento boom in Borsa avvenuto nell'ottobre del 1999 a 4,6 euro, il titolo Tiscali arrivò a un massimo di 119,7 euro nel marzo 2000: una capitalizzazione borsistica pari a quella della Fiat dell'epoca realizzata in 4 mesi! Nell'autunno del 2001 il titolo perdeva già il 95% dai massimi a circa 5 euro (ora vale circa la metà, ovvero 2,3 euro) e Renato Soru, intervistato da Milano Finanza, se la prendeva allora con gli analisti: *"...non posso parlare di uno boom per Tiscali ma piuttosto di prezzi record spesso spinti al rialzo o al ribasso da analisti che hanno fatto ricorso a qualsiasi teoria per giustificare le loro raccomandazioni"*. Insomma, tutta colpa degli analisti "fanfaroni".

L'intervistatore correttamente faceva notare a Soru che non gli risultava che lui avesse mai contestato le valutazioni con target 1.200/1.500 euro della banca d'affari Abn Amro (che aveva portato anche in Borsa Tiscali). Soru rispondeva serafico. *"Ho sempre riconosciuto che Tiscali non poteva valere quanto la Fiat"*. Varrebbe la pena rileggersi l'intervista rilasciata su "Il Sole 24 Ore" l'8 febbraio 2000 della New Era quando Tiscali era arrivata a capitalizzare in Borsa oltre 19 mila miliardi di lire. Cosa dichiarava allora Soru? *"Il titolo in qualche modo è persino sottovalutato"*.

<sup>14</sup> Eravamo a cavallo fra il 1998 e il 1999 e mi incuriosiva questa società sarda che proponeva carte telefoniche e collegamenti a Internet quando le grandi società snobbavano questo settore forse perché spaventate dall'esperienza negativa di Niki Grauso con Videonline. Una telefonata a Cagliari e il giorno dopo Renato Soru, che si trovava proprio a Milano l'indomani, era già nel mio ufficio (in subaffitto) che detenevo con il mio ex socio, Cosimo Pastore, per parlarci della sua idea di business, fondata allora soprattutto sulla vendita di carte telefoniche. Il suo incontro con Elserino Piol (ex mago dell'Olivetti dei tempi d'oro e venture capitalist) e gli sviluppi in Inghilterra e negli Stati Uniti del Web lo convinsero al momento giusto a sposare la teoria della "free-philosophy" e sbarcare a Piazza Affari dopo pochi mesi.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

Un'intervista rilasciata proprio lo stesso giorno in cui veniva pubblicato lo "strong buy" di Abn Amro con prezzo obiettivo a 1500 euro (attuale 150 euro visto che il titolo è stato oggetto successivamente di un frazionamento 10 a 1). Allora il quotidiano "Il Sole 24 Ore" costruiva prima pagina e sommario sulla sottovalutazione di Tiscali secondo le confidenze dello stesso Soru (quel giorno il titolo in Borsa salì del 29% rispetto alla seduta precedente). "Quando ci sarà Tin.it in listino avremo un comparable anche in Italia. E se dobbiamo guardare ad altri titoli comparabili Tiscali è ancora sottovalutata" rilanciò la mattina stessa la notizia, l'agenzia Radiocor, sintetizzando il Soru pensiero. Mentre Soru a fine 2001 riconosceva a modo suo l'euforia di un'epoca, un altro finanziere disegnavo scenari futuri. "Le slavine che hanno colpito il Nasdaq sono state così numerose e così vaste che ora tornare a sciare da quelle parti non è più un rischio perché si è formata come una nuova base naturale, soffice ma stabile". Era il 2001 (indice Nasdaq a quota 2.800 punti al momento di questa dichiarazione) quando il finanziere Francesco Micheli pronunciava queste parole rassicuranti dopo un capibombolo del 45% di questo listino dai massimi del marzo 2000. Peccato che la "nuova base naturale, soffice ma stabile" è poi ulteriormente franata con il Nasdaq sceso ulteriormente del 60% a circa 1.100 punti in meno di 24 mesi per poi risalire a 2.300 punti attuali, ancora lontani sia dai massimi che dai livelli della sua dichiarazione. Un tempo che è servito comunque a questo finanziere dal tocco d'oro<sup>15</sup> per portare a casa un numero

<sup>15</sup> Fra le interviste memorabili da ricordarne una di Giuseppe Turani su La Repubblica del 23 febbraio 1986 a Francesco Micheli dal titolo "Il vero boom deve ancora venire" sulle prospettive della Borsa Italiana. Nel maggio '86 il crollo di Piazza Affari con l'indice Comit che da quota 908 scende fino a quota 375 nell'autunno '92. Solo nel 1997, più di 10 anni dopo, l'indice Comit recupera i vecchi massimi del 1986. Da citare anche la copertina del settimanale "Il Mondo" di fine gennaio 2002. Titolo: Guadagnare senza farsi incastrare. Borsa. "MAI PIU' PARCO BUOI. La ricetta di chi c'è sempre riuscito" con il sorriso sornione di Francesco Micheli, presidente di e.Biscom. Nell'intervista spiega che il male dei frequentatori di Piazza Affari è la bramosia di guadagno di chi si crede "più furbo degli altri... tutti spingono assieme a comperare con l'intenzione di vendere prima della stessa massa di cui fanno parte". Il finanziere pensatore svela così la sua verità. E chissà se si sentono buoi anche quelle decine di migliaia di risparmiatori che hanno messo 3.000 mila miliardi delle vecchie lire, sottoscrivendo nel marzo 2000 le azioni e.Biscom nel marzo 2000. Titoli che dopo un massimo immediato a 310 euro sono scesi fino a 11,6 euro nell'ottobre 2002 per assestarsi attualmente intorno ai 37 euro. Titoli quelli dell'attuale Fastweb che nel novembre 2001 secondo Francesco Micheli, in un'altra intervista, dovevano beneficiare a breve dell'"effetto mazza da golf". Effetto "fionda assicurato" (parole sue), secondo un Micheli spumeggiante che anticipava con certezza la svolta rialzista dei listini, sottolineando che e.Biscom era (con quotazioni intorno ai 45 euro) di fronte a un'opportunità unica nella storia: "sarà difficile in futuro ricomprare a questi prezzi" ammoniva.

imprecisato di centinaia di migliaia di milioni di euro con il collocamento nel marzo 2000 di e.Biscom (attuale Fastweb) e con la successiva rivendita. Mestiere difficile quello del banchiere d'affari quando si avventura in previsioni. Prendete Giovanni Tamburi, presidente della Tamburi Investment Partner (quotata al listino Expandi di Piazza Affari) e certamente un valente professionista. Ma se si vanno a rileggere le sue previsioni degli ultimi anni con le Borse in rimonta (con l'indice S&P Mib40 in progresso del +14,94 % nel 2004 e del 15,54% nel 2005) nei panni di Rockerduck ci saremmo mangiati la tuba. Nel numero 36 del settimanale "L'Espresso" del 9/9/2004 si riportava il suo pensiero: "stare lontani dal mattone le cui quotazioni sono salite davvero troppo. Il 2005 sarà un anno terribile per le Borse ed è meglio affidarsi ai titoli di Stato di media durata". Nel 2005 Piazza Affari è salita del 13,78% mentre le obbligazioni governative a 3-5 anni hanno mostrato un andamento del +2,75%. E' comunque vero che se gli esperti del settore continuano a sfornare previsioni è segno che sono ancora numerosi gli investitori che ci credono: la domanda è sempre forte, oserei dire, rigida. In questi mesi il guru dei guru di Borsa, Stephen Roach, il capo economista di Morgan Stanley, è tornato a dipingere scenari ottimisti questa volta sull'Europa<sup>16</sup>: *"Sulla scia della Germania, la corporate Europa riuscirà a stupire" dichiara ora convinto. C'è da aver timore. L'ultima volta che aveva esternato in grande stile era il maggio di quest'anno, sostenendo che il peggio era alle spalle e che finalmente si poteva investire sui mercati azionari e obbligazionari. La reazione delle Borse di tutto il mondo fu una discesa di oltre il 10% in una settimana. E vale la pena ricordare che nei tre anni precedenti Roach era stato perennemente negativo sui mercati azionari. Nello stesso periodo, da fine 2002, l'indice americano S&P ha guadagnato il 54%, le Borse europee sono salite mediamente del 73% mentre l'indice delle Borse mondiali è salito del 64%. I possessori di azioni gli dedicano uniti questo pensiero di John Kenneth Galbraith: "La sventura attende particolarmente e personalmente coloro che presumono di conoscere per rivelazione il futuro"*.

<sup>16</sup> Sul Sole 24 Ore del 10/10/2006 mezza pagina è dedicata allo stratega Stephen Roach con titolo "Punto sull'Europa". Una bella intervista. Peccato non aver messo nessun riferimento alle previsioni passate formulate in questi anni che sarebbero state letali per molti risparmiatori, se avessero seguito il consiglio di liquidare tutto 3 anni fa.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

### Ma i grafici dicono tutto?

Insomma, inutile farsi facili illusioni in campo di previsioni o di valutazione dei titoli. E anche l'analisi tecnica, che si prefigge di individuare i trend di mercato attraverso l'utilizzo di grafici e analisi statistiche, non è una certezza assoluta come alcuni del ramo vogliono far credere, utilizzando come novelli apprendisti stregoni rette, triangoli, medie statistiche, supporti, resistenze e numeri di Fibonacci alla stregua di filtri d'amore, pendolini, fondi di caffè, tarocchi, palle di vetro e linee del palmo della mano.

Certo, l'analisi dei prezzi passati può indicare il probabile comportamento futuro ma non offre nessuna certezza assoluta. Anzi. Buona parte dell'analisi tecnica tradizionale e "basica" ha perso la capacità predittiva originaria per il troppo successo. Come un topo che si fa furbo nell'evitare trappole e veleni, costringendo le società di derattizzazione a inventarsi cocktail sempre più micidiali e tecniche sempre più astute, così i mercati efficienti tendono a rendere col tempo non profittevoli le formule utilizzate da un numero crescente di investitori.

La diffusione di programmi software utilizzati prima da centinaia, poi migliaia, infine milioni di risparmiatori crea evidentemente una naturale "entropia" di qualsiasi sistema: una buona tecnica e metodologia inizia a perdere colpi quando viene utilizzata da un numero crescente di partecipanti dove ciascuno, col tempo, cerca di anticipare il comportamento degli altri investitori. Quello che in dialetto colorito siciliano si usa definire "*giocare a fotocompagno*".

La democratizzazione di buona parte dell'analisi tecnica portata avanti in mondo intensivo (a base di libri, rubriche dedicate, programmi di software di facile utilizzo, corsi di formazione, programmi televisivi, siti internet) negli ultimi due decenni in Italia se da una parte ha portato alla consacrazione di questa disciplina, dall'altra ha in parte rappresentato il principio del suo declino come capacità predittive effettive.

Nulla di nuovo sotto il sole: più un mercato diventa efficiente nella determinazione dei prezzi, più difficile diventa individuarne una tendenza e trovare



occasione di facili guadagni<sup>17</sup>.

Oltre 60 anni fa già Benjamin Graham, mentore e guru di Warren Buffett, affermò: *“Basta riflettere un momento per capire che non si possono fare previsioni scientifiche per un evento economico sotto il controllo dell'uomo. La stessa possibilità che una tale previsione sia realizzabile determina iniziative che la invalidano. Gli analisti tecnici più avveduti ammettono che il successo ripetuto di una strategia dipende dal fatto di riuscire a non diffonderne il segreto al di fuori di un numero ristretto di persone”*<sup>18</sup>.

“Come dire che i mercati finanziari tendono a sviluppare degli anticorpi naturali nei confronti dei trading system più efficaci man mano che essi diventano popolari presso la comunità finanziaria” osserva giustamente Paolo Sassetti, brillante analista finanziario<sup>19</sup>.

La perdita graduale di efficacia delle più comuni figure dell'analisi tecnica (testa e spalle, doppi massimi, doppi minimi...) e degli indicatori più sovente utilizzati (medie mobili classiche) è stata in questi anni confermata e analizzata in diversi studi (da Shiller a Malkiel) che hanno rivelato come spesso una strategia passiva (la replica pura di un benchmark) produca maggiori risultati di una gestione attiva e dinamica<sup>20</sup> basata sugli indicatori più popolari.

Chi scrive non ha nessuna preclusione contro questa disciplina. Anzi. Credo al contrario di aver contribuito in discreto modo alla sua divulgazione in Italia. A metà degli anni '80 già importavo dagli Stati Uniti le prime copie di *Metastock* (uno dei software più diffusi) e negli anni successivi insieme a un

<sup>17</sup> Questa teoria è ben spiegata da David F. Swensen, direttore generale del settore dell'Università di Yale di cui gestisce le dotazioni di oltre 10 miliardi di dollari nel libro *“Strategie avanzate di gestione del portafoglio”* edito in Italia da Il Sole 24 Ore e da *“Unconventional Success – A fundamental Approach to personal investment”* edito da Free Press-Simon & Schuster, New York.

<sup>18</sup> Benjamin Graham e David Dodd, *Security Analysis*, McGraw-Hill 1934

<sup>19</sup> Paolo Sassetti collabora attivamente sul sito *Soldionline.it* con interventi molto apprezzati e spesso fuori dal coro. Ha pubblicato *“Investire controcorrente – Il conformismo finanziario e le alternative possibili”* edito da Franco Angeli. Analista finanziario indipendente, socio Aiaf, meriterebbe in un'industria del risparmio gestito progredita di occupare sicuramente una carica importante presso una primaria sgr per la competenza e capacità di analisi dimostrate fuori dal comune nelle tecniche di gestione quantitativa.

<sup>20</sup> Negli anni '90 Sergio Paolino, presidente allora della Società Italiana Analisti Tecnici per il settimanale *Borsa & Finanza*, pubblicò una serie di studi sui vari indicatori “classici” dell'analisi tecnica che confermavano i pessimi risultati in termini di rendimenti se si fossero basate le proprie decisioni di acquisto e di vendita dalla meccanica e oggettiva applicazione della teoria. Una conferma della teoria di Graham che impone a chi si occupa di analisi tecnica in modo professionale di studiare tecniche sempre più avanzate.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

gruppo di appassionati<sup>21</sup> contribuivo alla costituzione delle prime riviste italiane dedicate all'argomento: il mensile Tendenze Borsa e poi il settimanale Borsa Sette (poi cedute al gruppo Class di Paolo Panerai, l'editore di Milano Finanza). E negli anni '90 ero fra i fondatori del settimanale Borsa & Finanza, direttore Alessandro Secciani, con focus proprio sulla finanza operativa e l'analisi tecnica, passato poi sotto la guida e la proprietà di Osvaldo De Paolini che insieme a un gruppo di altri giornalisti (Ugo Bertone, Guido Rivolta, Eraldo Gaffino) ha lanciato anche un quotidiano, Finanza & Mercati dopo aver rilevato nel novembre 2001 anche il sito Bluinvest.com da me fondato nel 1999<sup>22</sup>.

E confesso che mi fa un certo effetto oggi vedere tutti i giornali (anche non specializzati come molti quotidiani e settimanali) dedicare uno spazio incredibile all'analisi tecnica. Gli stessi giornali i cui responsabili vent'anni fa riguardo ai grafici di Borsa sostenevano a spada tratta: "si tratta di pure americane, Piazza Affari è diversa e contano altri fattori", liquidando così l'argomento, senza appello. Una conferma alla tesi del filosofo Schopenhauer secondo cui ogni idea originale prima viene ridicolizzata, poi attaccata vigorosamente e infine data per scontata.

Chiarito che non considero l'analisi tecnica *tout court* una baggianata se utilizzata all'interno di trading system (la utilizzo anzi con successo nell'elaborazione, composizione e movimentazione di diversi portafogli azionari e di fondi) quello che trovo insopportabile è lo spettacolo offerto da molti analisti tecnici così ciarlieri da apparire quasi dei ciarlatani. Quelli che dicono che il mercato può andare solo su o solo giù o contemporaneamente tutte e due

<sup>21</sup> Fra questi Daniele Bevacqua, manager attualmente del gruppo Mps nel settore delle reti di distribuzione, conosciuto durante il periodo militare svolto nei carabinieri ausiliari alla Caserma Cernaia di Torino nel 1985. Un periodo che dedicammo senza risparmiarci alla realizzazione di sistemi per l'analisi fondamentale e tecnica dei mercati, speculando nel contempo con successo in proprio per testare gli studi in corso. Durante una delle prime conferenze in Italia di un celebre analista tecnico americano, Ralph Acampora, avvenne l'incontro con Marco Mottana e Virgilio Degiovanni che appena tornati dagli studi negli Stati Uniti avevano aperto una società di analisi tecnica, la Forinvest, ospitata in sub-affitto presso gli uffici di un agente di cambio milanese, Vincenzo Matturri.

<sup>22</sup> E' del mese di ottobre 2006 un nuovo cambio di proprietà del gruppo editoriale Epf (Editori Per La Finanza) passato sotto il controllo dell'immobiliarista Danilo Coppola in seguito a una frattura fra i soci.

le cose insieme in frasi ricche di subordinate come questa perla esemplificativa, scovata da Simone Mariotti su Il Sole 24 Ore del 4 giugno 2001.

Dopo aver snocciolato numeri e dati il nostro analista concludeva (l'oggetto era il valore futuro dell'indice S&P 500, che in quel momento quotata a 1.250): *“Lo scenario di base prevede quindi nelle prossime settimane una nuova puntata verso quota 1.100 che favorirebbe poi il rimbalzo oltre i 1.500 punti entro sei mesi, mentre nello scenario pessimistico il raggiungimento del target a 950-1000 rimanderebbe alla metà del prossimo anno il possibile ritorno verso i massimi”*. Morale della favola, nei prossimi sei mesi lo S&P500 potrebbe salire o scendere del 20%!

Secondo Malkiel tutto quello che si può trarre dagli analisti tecnici di questo tipo è un'informazione del tipo: “se il mercato non si muoverà né verso l'alto né verso il basso, allora resterà stabile”.

Gioca certo a favore di questa disciplina il comportamento “seriale” (come spiegato nel capitolo 1) della maggior parte degli investitori, in bilico perenne fra paura ed avidità. Ma è sempre più evidente che chi (in base a una retta tracciata su un grafico e qualche media mobile o a complicati calcoli finanziari “neurali”) si avventura a effettuare previsioni su dove si troverà il mercato fra tre mesi o tre anni semplicemente ci “prova”.

A rileggere i giornali finanziari ci sarebbe da sorprendersi a vedere quanti consigli formulati sulla base dell'analisi tecnica abbiano non colto nel segno in questi anni o erano scritti in modo così sibillino di dire tutto e il suo contrario. Un mercato efficiente dovrebbe eliminare questo tipo di “guru” ma vale la calzante considerazione di Malkiel in proposito: *“Il fatto è che i tecnici spesso svolgono un ruolo importante nel rinverdire il prato del broker. Non dimentichiamo che i consigli dei chartisti provocano un'intensa attività di negoziazione, dal momento che quasi tutti i loro sistemi richiedono compravendite multiple. E ogni contrattazione genera commissioni che sono la linfa vitale dell'attività di brokeraggio. Se i tecnici, come abbiamo visto, non aiutano i clienti a permettersi lo yacht, sicuramente contribuiscono a indurre un numero di compravendite in grado di assicurare lo yacht ai broker. Fino a quando il pubblico non si renderà conto di questo intreccio di inte-*

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

*ressi, i tecnici potranno guardare al futuro con una certa fiducia”.*

Personalmente sarò forse rimasto indietro nell’approfondimento dell’analisi tecnica ma l’insegnamento fondamentale è quello che i prezzi dicono tutto: quindi occorre adeguarsi al mercato. Non pensare che il mercato si adegui alle nostre previsioni.

Vale invece anche per molti analisti tecnici (non tutti così fortemente) la regola delle show financial business: “qui lo dico, qui lo nego...”.

Tanto si sa che la maggior parte dei risparmiatori difficilmente si ricorderà delle previsioni errate e qualche fatto imprevedibile potrà sempre giustificare l’andamento differente. I grafici non possono predire che l’amministratore delegato di una società esca improvvisamente fuori di testa e si lasci influenzare da manie di grandezza che espongono a gravissimi rischi la società. I grafici non possono predire che i laboratori della società scoprono improvvisamente un nuovo brevetto in grado di trasformare le fortune del business.

Qualche esempio di abbaglio clamoroso? Nel numero di inizio settembre 2002 del settimanale Borsa & Finanza Ralph Acampora, uno dei più famosi analisti tecnici di Wall Street, tratteggia uno scenario incerto e ammette che in 36 anni di carriera mai aveva visto un mercato così brutto con un ribasso così lungo, ipotizzando una lunga fase di “periodo laterale” (un modo per dire che si oscillerà con più bassi che alti). Comprensibile un atteggiamento tutto sommato così cauto. Nel gennaio del 2000 Ralph Acampora, intervistato da “Il Sole 24 Ore”, si mostrava molto ottimista. Titolo su 2 colonne dell’articolo: *Nessun Orso in vista*. Sic (di nuovo). E va detto che dopo le dichiarazioni di inizio settembre 2002 dove Acampora prevedeva un “lungo periodo di laterale” i mercati poche settimane dopo iniziarono invece a prendere una direzione definita, dall’altra parte che aveva indicato: rialzo!

Chi segue o vuole seguire seriamente l’analisi tecnica dovrebbe conoscere queste storie che insegnano che il vero lavoro di chi fa questo mestiere è seguire alla giornata quello che dicono i grafici senza volerli mettere troppo del proprio o salire sul piedistallo diventando un aruspice (si definivano così nell’antica Roma quei sacerdoti che volevano predire il futuro analizzando l’in-

testino degli animali sacrificati). Certo, fa più impressione mostrarsi certi sulla direzione che prenderà il mercato o fare i furbi e scrivere o rilasciare commenti con tante di quelle subordinate che qualsiasi cosa succederà tutto era stato perfettamente previsto (!).

Ma non è un indice di grande serietà. Sono famosi a Wall Street i casi di grandi analisti prima idolatrati per previsioni centrate (da Robert Prechter a Elaine Garzarelli, da Sydney Homer a Joseph Granville) e poi caduti nella polvere, dove spesso a fronte di alcune previsioni azzeccate si dovrebbero anche conteggiare un numero maggiore di previsioni sbagliate. Con indici che si sono mossi drasticamente nella direzione opposta di quella prevista.

Non è certo un mestiere facile quello del graficista. Si rischia di uscire di senno se non si ha un forte equilibrio interiore e i piedi ben piantati per terra. E' famoso il caso negli anni '80 di Joseph Granville che si cimentò anche con i terremoti (sempre di onde si tratta). Fortunatamente per Los Angeles il terremoto che doveva raderla al suolo non è mai arrivato. Possono far sorridere questi racconti ma dimostrano come i risparmiatori ciclicamente si fanno sedurre da qualche guru, perdendo completamente il senno della ragione. La sua influenza su Wall Street arrivò veramente a essere notevole<sup>23</sup> tanto da spostare gli indici e venire citato sulla rivista *Time* per aver detto: "Non credo che farò mai alcun grave errore sul mercato azionario per il resto della mia vita", preannunciando che avrebbe vinto il premio Nobel per l'Economia poiché aveva "risolto l'enigma del secolo, evocando tutti i massimi e i minimi del mercato". *La presentazione delle sue previsioni grafiche si avvaleva di una messa in scena impressionante: abbigliato come Mosè per dare i dieci comandamenti dell'investimento, Granville si spogliava mentre leggeva le quotazioni dei suoi pannelli o entrava in scena dentro una bara coperta da nastri di telescrivente. Queste pagliacciate non diminuivano affatto il seguito di cui godeva*" ha ricordato David F. Swensen.

<sup>23</sup> Quando il 22 aprile 1980 fu data la notizia che Granville raccomandava di passare dal ribasso al rialzo l'indice Dow Jones Industrial Average salì del 4,05%, uno dei più grandi rialzi di quel biennio. Il 6 gennaio 1981 quando consigliò di invertire le posizioni, il Dow registrò il suo maggior crollo. I media, dando risalto alle sue previsioni, avevano creato un effetto a catena dalle conseguenze incredibili.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

Per sua sfortuna Granville, noto ribassista, non riuscì a prevedere la svolta rialzista del 1982 (tenendo fuori i suoi investitori da un rialzo epico) e consigliò di mettersi forsennatamente al rialzo poco prima del crollo del 1987. Tanto che uno studio eseguito nel 1992 da Hulbert's Financial Digest stabilì che Granville aveva fatto perdere il 93% in 12 anni ai suoi ferventi sostenitori. Negli anni '70 l'analista tecnico più in voga a Wall Street era un certo James Dines. Con la sua newsletter, la Dines Letter, sembrava in grado di acchiappare le tendenze di mercato meglio di un'acchiappa-fulmini. Purtroppo, nel 1974 la fortuna gli voltò le spalle: giusto alla fine della fase ribassista titolò il suo report: LA DINES LETTER NON E' MAI STATA COSI' RIBASSISTA. Nel giro di un anno quell'ingrato di indice Dow Jones salì del 39% da quota 616 a 858. Nello stesso periodo James Dines cercò di rifarsi con le previsioni sulle materie prime e lanciò il suo alert: LA DINES LETTER SENTE CHE L'ORO E' ALLA VIGILIA DI UNO STORICO MOVIMENTO RIALZISTA. Peccato che il metallo giallo dopo pochi mesi dimezzò le quotazioni

Qualche decennio precedente, negli anni '80, un altro guru aveva galvanizzato Wall Street, Sidney Homer, soprannominato il "Bardo di Wall Street" per il modo colorito e umoristico con cui trattava i più complessi soggetti economici.

*"Nessuno è perfetto: tutti, anche quelli che hanno saputo anticipare le scosse più memorabili prima o poi commettono un errore clamoroso. Ciò che distingue un grande guru da una cassandra da strapazzo è la classe con cui affronta allo stesso modo trionfi e pubbliche umiliazioni"* ha giustamente scritto il giornalista Enrico Franceschini.<sup>24</sup> Homer era diventato noto per aver scritto un libro, "La storia dei tassi d'interesse dal 2000 avanti Cristo al presente" che analizzava eventi finanziari in quaranta Paesi nel corso degli ultimi 40 secoli.

<sup>24</sup> *Wall Street, la Borsa e la Vita* di Enrico Franceschini, Sperling & Kupfer Editori.

## Super-onda o super cazzola?

Ci sono poi gli analisti che hanno azzeccato una profezia e ci campano sopra per anni. Il crollo del 1987 ha reso famosi soprattutto Elaine Garzarelli e Robert Prechter. La prima è stata soprannominata ai tempi “Cassandra ‘87” perché è stata fra i rari analisti del tempo a prevedere con assoluta esattezza il momento e le dimensioni del crollo. Una dote che purtroppo la Garzarelli<sup>25</sup> non è riuscita a rendere permanente nonostante il fatto che dopo questo colpaccio il suo cachet si fosse immediatamente moltiplicato.

La storia di Robert Prechter è altrettanto “mitica”. Giovane laureato di Yale, ex batterista per quattro anni di una rock band, si è innamorato della teoria di Ralph Elliott (quello delle “onde” che si rifanno a sua volta ai numeri di Fibonacci) passando a lavorare per la Merrill Lynch. La sua idea forte? Il mercato corre su onde successive di ottimismo e pessimismo che corrispondono al sentiment degli investitori<sup>26</sup>. All’interno di un’onda che può durare anni vi sono onde più corte che possono durare ore, giorni, mesi. La bravura dell’analista “elliottiano” è quella di capire in che punto siamo, dove eravamo e dove andremo. Un lavoro apparentemente difficile ma che mostra i risultati migliori col senno del poi, osservando le conclusioni a cui giungono spesso i sostenitori di questa teoria. Bob Prechter è comunque uno degli analisti tecnici simbolo di Wall Street, famoso per aver predetto negli anni ’80 qualche significativo movimento ribassista che gli è bastato per vivere di rendita nei lustri successivi. A metà degli anni ’90 Prechter ci riprovò, infatti, a predire il crollo<sup>27</sup>, pubblicando il libro “At the Crest of a Tidal Wave” in cui prevedeva “a collapse of historic proportion”,

<sup>25</sup> Il sito di Elaine Garzarelli è [www.garzarelli.com](http://www.garzarelli.com). Nel suo approccio utilizza per misurare la sopravvalutazione o sottovalutazione del mercato azionario 14 indicatori legati al ciclo economico, alcuni dei quali di carattere monetario o economico (utili delle aziende) uniti ad altri dipendenti dall’andamento del mercato (sentiment e valutazioni storiche di Borsa).

<sup>26</sup> Robert Prechter è presidente della Elliott Wave International avendo contribuito con la sua opera a diffondere gli studi di Elliott. Nella sua biografia Mr. Prechter ricorda che è stato presidente dell’associazione degli analisti tecnici (Market Technicians Association) oltre a essere membro del Mensa (l’associazione dei cervelloni) e della “The Shakespeare Fellowship and the Shakespeare Oxford Society”. La versione di Elliott divulgata da Prechter sostiene, semplificando, che il mercato si muove con un andamento prevedibile sulla teoria di onde lunghe che si susseguono. Secondo questa visione, ciascun movimento ascendente è caratterizzato da tre onde ascendenti e da due discendenti (e ciascun movimento in discesa da due onde discendenti e una ascendente). Dal punto di vista economico la teoria dei cicli ha varie formulazioni fra cui merita una menzione soprattutto quella degli anni ’20 di Nikolai Kondratiev, economista russo e marxista, leader del Partito dei lavoratori agricoli (illegale), esiliato in Siberia.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

senonchè il Dow Jones salì negli anni successivi da quota 4.000 a 11.500. La sua previsione era che con il massimo del 1995 (4.000 punti del Dow Jones) era da prevedersi un “primo ribasso” fin sotto a 1000, e poi altri ribassi fin sotto 400 nel corso dei successivi otto anni (attualmente l’indice Dow Jones vale quasi 12.000 punti e viaggia sui valori massimi di tutti i tempi). Poco scalfito dall’andamento dei mercati (inutile dire che la discesa del 2000 dei mercati azionari era stata da lui ampiamente prevista...) verso la fine del 2003 si poteva leggere in diversi siti che Pletcher era di nuovo pessimista e vedeva il Dow nuovamente sotto 4.000.

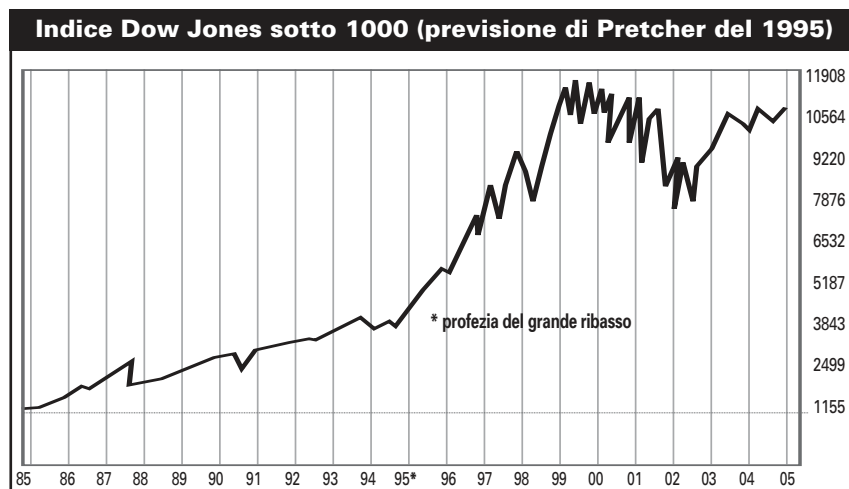


Tabella 19

27 Fra le interviste indimenticabili di Borsa & Finanza nel 1995 vale la pena citare proprio un'intervista al guru Robert Pletcher dove dichiarava: "dappertutto potevo riscontrare una vera e propria mania per le azioni, tutti ne erano coinvolti, giornali e tv in testa. i genitori aprivano conti ai ragazzini e li spingevano a seguire i mercati azionari... non v'è alcun dubbio che la prossima direzione del mercato sarà al ribasso. Penso che l'estensione del declino potrà portare il Dj al di sotto di quota 1000, (l'indice oscillava allora intorno a quota 5000...) e la durata del bear market si spingerà fino al 2003. Ma quello che si toccherà in quella data sarà soltanto il primo grande minimo "Perché?", chiede l'intervistatore. "ma perchè nel grande superciclo, l'ondata n. 1 raggiunge il picco nel 1720, a 40, la n. 2 raggiunge il minimo due anni dopo, nel 1722. da allora è iniziata l'onda 3, che finalmente è terminata nel 1995. e l'ondata 4 al ribasso che seguirà, sarà terrificante, perchè caratterizzata dal "three-wave phenomenon", (l) ovvero un triangolo composto da 5 onde, cosicché ci saranno 3 mercati orso intervallati da 2 mercati rialzisti. Uno dei minimi vedrà sprofondare il Dj sotto 400. L'economia cadrà in depressione perchè nessun superciclo giunto all'onda 4 ha mai fallito nel causare una depressione"

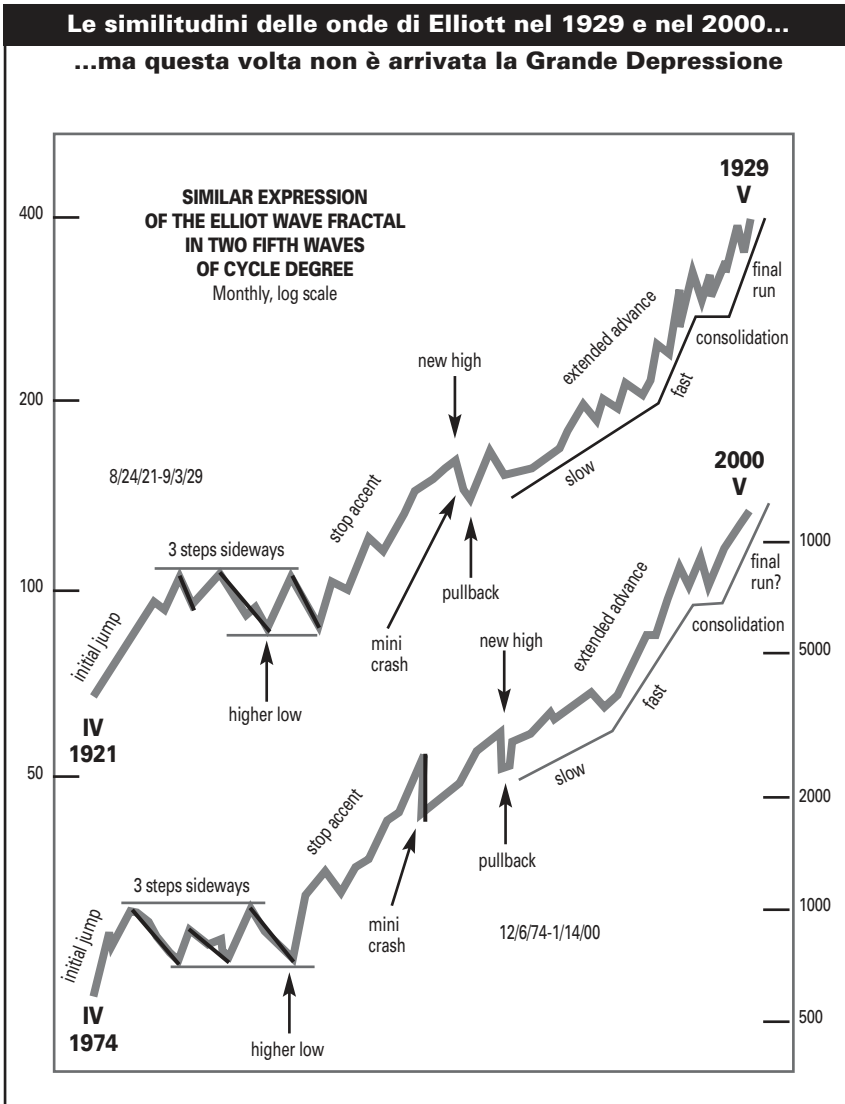


## CAPITOLO 6

Una tesi ripresa in Italia più volte in questi anni dal Professor Francesco Arcucci, economista, membro del consiglio di amministrazione di Banca Intesa (è stato anche presidente della sfortunata avventura della banca padana CrediEuro-Nord) e responsabile di una società di consulenza di analisi di Borsa a Lugano che periodicamente, da diversi anni, si premura di avvisare i risparmiatori italiani dell'imminenza del grande crollo (obiettivo da circa 4 anni quota 5.000 dell'indice Dow Jones) soprattutto dalle pagine di Affari & Finanza di Repubblica diretto da Giuseppe Turani, il vate dei giornalisti finanziari italiani.

Come abbiamo ormai compreso Prechter vede sempre nero e ha trovato un altro editore nel 2000 per pubblicare il libro "Conquer the Crash" in cui ha spiegato come difendersi dal disastro finanziario imminente (inutile dire che i mercati azionari dopo la pubblicazione di questo libro definito "vitale da leggere" hanno iniziato solo a salire) sottolineando le analogie fra il dopo 1929 e il dopo 2000 dal punto di vista grafico (vedi Tabella 20). Ragioni "cabalistiche" ma anche macroeconomiche come l'effetto finanziario della deflazione, la bolla del credito pronta a scoppiare per effetto della "globalizzazione" della finanza e della politica della FED .

Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.



fonte: Elliot Wave International, 2002

Tabella 20

Valgono le considerazioni di Luciano Priori Friggi, analista finanziario: *“Mettiamo che il lettore di questo articolo si metta in testa di scrivere un libro sulla borsa e decida di scegliere come argomento la previsione a medio/lungo termine (diciamo i prossimi due/tre anni) sui mercati americani. E ne voglia fare un best-seller. Cosa sceglierà come tesi? Sarà dibattuto tra crollo e euforia. Il nostro consiglio è che se vuole provare a vendere tante copie (oltre a scrivere in inglese) sia meglio puntare sul crollo. Fa sempre notizia e poi solletica quel tanto di sentimento autodistruttivo (o aggressivo) che alberga in ognuno di noi”*.

### **Vedo grigio, anzi nero.**

Non potrei completare questa piccola galleria dei guru di Borsa senza citare il mio preferito, il più “ideologico” e “no global”; colui che paragona la fase attuale dei mercati e della storia (quella degli ultimi 30 anni, per intenderci) alla pre-caduta dell’impero romano, citando grafici, teorie indiane insieme a Gian Battista Vico, Greenspan e l’importanza dello yoga.

Se devo dar retta a una Cassandra meglio non negarsi nulla. Fra tutti i guru presunti un economista che si merita più di altri questo appellativo è, infatti, Ravi Batra, studioso di origine indiana<sup>28</sup> (insegna Economia alla Southern Methodist University di Dallas, Texas), autore di numerosi saggi dove si prevede sempre il peggio per l’economia occidentale e il capitalismo moderno. A ogni crollo dei mercati è fra gli economisti più intervistati perché ha “predetto con lucida visione le contraddizioni del capitalismo e la sua imminente fase di crollo dei mercati azionari”. In realtà è dal 1978 che sostiene questa tesi di fondo (da allora a oggi l’indice Dow Jones è salito del 1345% pur attraversando diverse fasi di forte ribasso).

Un lettore delle sue opere che avesse seguito alla lettera i suoi consigli sbaraz-

<sup>28</sup> Negli anni '90 Ravi Batra è stato insignito per i suoi contributi all’analisi socio economica dei Paesi ex socialisti della medaglia d’oro del Senato della Repubblica Italiana. In Italia diversi suoi libri (“La grande depressione del 1990”, “Il crac del millennio”) sono stati tradotti e pubblicati da Sperling & Kupfer Editore.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

zandosi a Wall Street di tutte le sue azioni agli inizi degli anni '80 (consigliava allora di mettere i soldi praticamente sotto il materasso) oggi si sarebbe sicuramente pentito della scelta, avendo visto le azioni perdere il 75% nella fase peggiore ma assistendo alla più che decuplicazione del capitale iniziale.

Mi è capitato di intervistarlo nel maggio 2003 e anche in quella circostanza la sua visione non cambiava di un millimetro: “per l'economia mondiale il peggio non è ancora arrivato”. Ho tastato prima della pubblicazione di questo libro la sua visione del mondo ed è sempre una certezza: vede grigio, anzi nero. Non difetta di incoerenza.

Fra tutti i profeti di sventura è comunque quello più stimolante poiché alcune sue intuizioni sono state rilevanti e ha il merito di aver posto, ben prima di altri economisti “no global” (da Samuelson a Solow, da Krugman a Galbraith, da Reich a Stiglitz), la necessità di riforme mirate a stabilizzare il capitalismo per migliorare il tenore di vita generale, riducendo il divario fra ricchi e poveri. Nel 1978 scrisse il suo primo volume (*The Downfall of capitalism and communism*) nel quale si diceva certo che entro il 2000 (o comunque attorno al volgere del millennio) entrambi i sistemi sarebbero crollati (ma dal crollo escluse il comunismo cinese). Il suo approccio empirico e teorico è comunque originale e fa di lui uno storico dell'economia che attraverso l'osservazione del passato mira a prevedere gli sviluppi del futuro, fondando la sua visione sulla teoria Prout ([www.prout.it](http://www.prout.it)) che si rifà alla filosofia del neo-umanesimo dell'indiano Prabhat Ranjan Sarkar.

Ma il pensiero di Batra ha un suo fascino per le tesi sostenute e una teoria che ha dimostrato (con timing non sempre azzeccati) di saper cogliere importanti “megatrend” anche se non sempre l'andamento degli indici di Borsa. Qualche anno fa, prima del delirio verso le Borse culminato poi nel crac della New Economy, era fra i pochi che scrivevano, controcorrente: *“si avvicina la “bolla del millennio” e bisogna prepararsi al peggio. La bolla americana attuale è la più grande della storia dell'umanità e la follia del mercato non riguarda solo i titoli del mondo internet. Quando la ricchezza si concentra nelle mani di pochissimi come è accaduto nel 1929 ma anche alla fine degli anni '90 significa che esistono molti soldi*

*per attività speculative e si avvia la bolla. In una fase successiva entra in gioco anche il pubblico dei risparmiatori allettato da facili e rapidi profitti e la bolla continua ad espandersi. Tuttavia alla fine tutte le bolle scoppiano, segnando l'inizio della depressione. Ecco perché constatiamo che tutte le grandi depressioni sono state precedute da manie speculative innescate da un elevato grado di sperequazione della ricchezza. Una Borsa surriscaldata è una pianticella estremamente delicata e anche una leggera brezza può abatterla. Quello che è successo nel 1929 potrà ripetersi alla fine degli anni '90. Il mondo, allora come adesso, si trovava al centro di una bolla speculativa. L'impensabile può succedere di nuovo? Certo che può. La natura umana non è cambiata in meglio, l'ingordigia oggi è ancora maggiore e la bolla speculativa è più estesa adesso di allora".*

E ancora, scriveva nel 1999: *"Le aziende europee e nordamericane vedranno calare il fatturato, i loro profitti diminuiranno e l'effetto complessivo sarà un drastico ridimensionamento dei corsi azionari, oggi gonfiati dalla promessa di profitti aziendali in continua crescita. All'inizio gli azionisti europei e nordamericani staranno al gioco: si sentiranno ripetere dai banchieri e dai broker di Wall Street di non farsi prendere dal panico perché i fondamentali dell'economia americana sono comunque ritenuti ottimi. Alan Greenspan rassicurerà il pubblico e magari abbasserà ulteriormente i tassi d'interesse. Gli esperti esalteranno i vantaggi degli investimenti a lungo termine. Di conseguenza, dopo ogni ribasso i mercati azionari tenderanno a recuperare almeno parzialmente. E noi continueremo ad assistere a crolli dei mercati finanziari. Ad un certo punto il pubblico o gli investitori istituzionali si faranno prendere dal panico e allora sulla borsa di New York si scatenerà un vera e propria tempesta".*

Come ogni altro impero, anche l'impero economico americano è destinato a cadere secondo il pensiero di Ravi Batra. Il dubbio non è se cadrà, ma quando. Studiando attentamente qualunque società, secondo Batra, si scopre che vi sono tre possibili fonti di potere politico: il potere militare (i "guerrieri"), quello intellettuale e il denaro (gli "accumulatori"). Di conseguenza, scorrendo le pagine della storia, scopriamo che a volte la società è dominata dai militari, a volte dagli intellettuali (ecclesiastici compresi) e a volte dal potere economico. La cosa più interessante è che all'era militare segue l'epoca de-

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

gli intellettuali, poi arriva l'epoca dei ricchi, o degli acquirenti, in cui domina il denaro. A quel punto la gente non ne può più dei ricchi e rovescia il potere basato sul denaro e le istituzioni che lo governano. Poi il ciclo dell'evoluzione sociale riparte: si affermano di nuovo i militari, seguiti dagli intellettuali e poi ancora dai ricchi. E' la legge dei cicli sociali. L'era dell'acquisizione, o capitalismo, sta per finire con gli stessi meccanismi con cui il comunismo sovietico è crollato sotto i nostri occhi. L'impero economico americano sembra ripercorrere il cammino dell'impero romano negli ultimi anni della sua storia.

*“Ma l'America è al centro della più grossa bolla speculativa della storia ed è anche il principale debitore del mondo con un disavanzo commerciale gigantesco: è una combinazione micidiale. Dalle ceneri della dominazione romana nacque una nuova era. Lo stesso succederà in Occidente”.*

Era il maggio 2003 quando Ravi Batra mi spiegava la sua visione del mondo ipernegativa nonostante già allora i mercati azionari mondiali avevano perso il 43% dai massimi. Dalla data di quella intervista (maggio 2003) l'indice MSCI World è salito del 62%.

Intanto negli Stati Uniti ha da poco pubblicato un saggio dal titolo “La frode di Greenspan” (Greenspan's Fraud) e il suo disco non cambia: *“L'era degli accumulatori volge al termine. Negli Stati Uniti in questo decennio assisteremo alla presa di potere dei guerrieri, ovvero di coloro che possiedono un background di tipo militare che prenderanno sempre più le leve del comando”.* Allegrìa.

### **Dalle stalle alle stelle...**

Un Cliente mi ha segnalato tempo fa un altro fronte delle previsioni di Borsa. Quelle astrologiche. E c'è poco da ridere. Si trattava di un divertente articolo comparso nell'estate 2002 sul quotidiano MF dove un esperto di astrologia finanziaria (al secolo Onelio Onofrio Francioso) rivelava nell'ordine che: 1) per ora in media l'85% delle previsioni che fa si rivela esatta, ma l'obiettivo è raggiungere il 90%;

## CAPITOLO 6

2) di essere stato contattato da investitori istituzionali (banche svizzere) interessate alla sua consulenza astro-finanziaria;

3) l'astro-finanza tenta di dare risposte che l'analisi tecnica e quella fondamentale non potrebbero mai dare.

Sulla Rete qualcuno è andato a spulciare fra i vecchi consigli di questo "trader di professione" con la passione per le stelle scoprendo che i titoli "top list" consigliati per il 2002 e pubblicati nel numero di dicembre 2001 dal mensile M, supplemento di Milano Finanza si sono rivelati spesso una vera "iattura". Con una performance negativa di oltre il 24% su 15 titoli consigliati (da e.Biscom a Class, da Aem a Vitaminic, da Bipop a Enel) in base ai prezzi di fine agosto. Fra le previsioni pubblicate nel recente passato da segnalare: "Fiat Auto: l'azienda arriva alla piena estate del 2002 in una posizione di grande autorevolezza nel mercato, avviando nuovi progetti pianificati in modo altamente produttivo...". Sic. Insomma nonostante l'utilizzo di "calcolo combinatorio, fisica quantistica, configurazioni dei pianeti in relazione a particolari momenti storici del ciclo di Borsa" fare previsioni azzeccate non è facile.

Peraltro, nel 1999 questo analista astro-finanziario (che vanta un curriculum e una professionalità comunque fuori discussione) aveva pubblicato un libro "La Borsa alle stelle"<sup>29</sup> dedicato ai titoli di Piazza Affari analizzati proprio con l'ausilio dell'astrologia che a rileggerlo col senno del poi potrebbe rivelarsi uno dei più potenti mezzi di propaganda del Cicap, l'organizzazione diretta da Massimo Polidoro (e fatta conoscere al grande pubblico da Piero Angela) per promuovere indagini scientifiche e critiche sul paranormale, l'occulto e l'astrologia. La dimostrazione che in Borsa non ci si può fidare nemmeno delle stelle, anche se si è degli astrologi bravissimi. Come ho ironicamente scritto sul quotidiano MF del 13 settembre 2006:

<sup>29</sup> Un libro "La Borsa alle stelle" firmato insieme alla brava Christina Franzoni per Sperling & Kupfer Editore.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

### *La cancellazione del giorno*

*Dopo oltre un anno di sospensioni dalle quotazioni da Piazza Affari il titolo Alcol dovrebbe essere definitivamente cancellato dalla Borsa Italiana. Si chiuderà così una parabola di ex reginetta del Nuovo Mercato che arrivò a valere nel 2001 oltre 9 euro prima di vedere il valore crollare quasi a zero fra perdite di oltre un terzo del capitale sociale, indagini della magistratura, tentativi di salvataggio, cavalieri bianchi e arditi piani di risanamento che prevedevano anche il cambio dell'oggetto sociale. Dal network computing agli articoli di decoupage, profumeria e candele profumate. Un vero esempio di titolo che passa dalle stelle alle stalle. E non solo come modo di dire. Nel 1999 un noto astrologo finanziario italiano ne esaminava, infatti, le prospettive borsistiche delineando per questa società a partire da fine febbraio 2001 una "nuova fase più positiva, contraddistinta da una condizione di benessere che avrà in sé una forza nuova. Da questa data il titolo otterrà dal mercato il riconoscimento che si merita". Sì, il crollo siderale e abissale. Vatti a fidare delle stelle.*

La passione per l'astrologia finanziaria<sup>30</sup> non esiste solo in Italia ma, anzi, soprattutto in Inghilterra e negli Stati Uniti esistono molti siti internet specializzati. Tanto che da alcuni anni in Inghilterra la British Association for the Advancement of Science (sito: [www.britassoc.org.uk](http://www.britassoc.org.uk)), con sano pragmatismo, indice periodicamente una gara dove mette in competizione un investitore professionale, una bambina e un'astrologa. Inutile dire che finora ogni anno le migliori performance le ha ottenute la bambina prescelta che ha selezionato i titoli in modo del tutto casuale: i nomi delle cento società, che al momento componevano l'indice 'FTSE-100' di Londra, erano stati stampati su altrettante banconote lanciate da un balcone e la bimba aveva 'costruito' il suo portafoglio prendendone alcune al volo.

<sup>30</sup> Alla congiunzione fra analisi tecnica e astrologia si situa la cosiddetta teoria di Gann, formulata da William Delbert Gann (nativo nel Texas nel 1878 e morto a 77 anni) che conta fra gli analisti tecnici alcuni estimatori entusiasti. Ma anche critici accaniti come chi sostiene che buona parte delle sue ricchezze accumulate non dipendano dal metodo "astro-numerico". Un metodo anche questo giudicato oscuro visto che i suoi libri sono scritti come le terzine di Nostradamus. Secondo Giovanni Zibordi, analista finanziario e fondatore del sito [www.cobraf.com](http://www.cobraf.com), sembra che Gann usasse l'astrologia e quindi non volesse squalificarsi parlando di pianeti e lune attirando su di sé l'ironia e la critica di chi tratta l'astrologia come superstizione.



## **Guardiamo i fondamentali. Quali? Il futuro è un'ipotesi.**

A questo punto qualcuno penserà che l'unica salvezza in Borsa sono i "fondamentali", ovvero l'analisi del valore delle azioni che stima il loro valore intrinseco (valore che avrebbe un'azione se non esistessero influenze di mercato) e lo confronta con il valore di mercato per definire la convenienza o meno dell'investimento. Purtroppo, come abbiamo visto nei paragrafi precedenti dedicati ai report delle case di brokeraggio e alle previsioni dei grandi strategisti, è bene non farsi grandi illusioni e non prendere come oro colato nemmeno tutte le analisi di tipo fondamentale che vengono sfornate a ritmo continuo dalle banche d'affari attribuendo un valore stimato (i famosi *target price*) alle società quotate sul modello "ok, il prezzo è giusto". E può sembrare ridicolo o paradossale che in Italia nel settore della consulenza finanziaria indipendente si stia per arrivare a una regolamentazione<sup>31</sup> che ha quasi del paradossale.

Richiedendo nei prossimi mesi a chi svolge l'attività di consulenza finanziaria indipendente requisiti e "patenti" (*come se esistessero formule sicure da studiare che consentano di valutare saggiamente i mercati e come se qualcuno in questo settore abbia la Verità da proclamare e insegnare*) che sembrano voler attribuire ai

<sup>31</sup> L'art. 67 della Direttiva 2004/39/CE aveva previsto per la consulenza indipendente una regolamentazione soft: un'assicurazione RC professionale (persone fisiche) o un capitale sociale minimo di 25.000 euro (persone giuridiche) o una soluzione mista. I consulenti finanziari indipendenti sono quei professionisti remunerati solo a parcella che non percepiscono provvigioni da intermediari in quanto non vendono prodotti, ma svolgono un'attività di consulenza "pura" (in Italia la Commissione Europea aveva stimato in 7.000 il loro numero); in tale attività il patrimonio dell'investitore risiede presso la sua banca di fiducia ed il professionista (che non svolge alcuna attività di intermediazione) si limita a dare indicazioni operative a fronte di una parcella concordata in via preventiva con il cliente. Nel recepimento di questa direttiva il parlamento italiano sta varando una legge che nell'iter (si vedrà poi la definitiva versione) ha mostrato però una volontà del Governo (nella stesura iniziale addirittura l'attività di consulenza indipendente è stata riservata alle sole società per azioni) di favorire piuttosto i soggetti "forti", andando proprio contro lo sviluppo del mercato, della concorrenza (il famoso libero accesso alle professioni) e dell'indipendenza nel settore finanziario. Per favorire così implicitamente i soggetti più istituzionali che spesso hanno il non trascurabile limite di operare proprio in regime di conflitto di interessi. Alla barriera della formula societaria introdotta se n'è aggiunta un'altra discrezionale visto che si richiede nella proposta di legge che chi rediga consigli o report debba essere un analista finanziario autorizzato dalla Consob. Intenzione lodevole ma che si scontra con l'esperienza secolare dei mercati finanziari che hanno insegnato (come si è raccontato nei capitoli precedenti) che è raro trovare qualcuno che possa dare "patenti" di affidabilità in questo settore o che il buon senso nelle valutazioni di Borsa si possa inculcare con corsi di formazione. Che certo male non fanno: soprattutto alle varie associazioni e organizzazioni che li organizzano e li promuovono. Ma ci chiediamo: se si chiede ai consulenti che analizzano e consigliano in modo indipendente titoli e fondi di ottenere da qualcuno un misterioso "bollino", perchè ai gestori di fondi e di patrimoni non si richiede nessun requisito e attestato? Ma forse c'è qualcuno che nasce sempre "imparato".

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

piccoli e non ai grandi le più pesanti responsabilità sulle distorsioni del mercato in questi anni (i criteri di valutazione più fantasiosi sono nati in questi anni con le conseguenti distorsioni nel mondo delle banche d'affari, non certo fra i piccoli analisti indipendenti), riservando ulteriormente ai "pesci grossi" l'attività di consulenza finanziaria e alimentando ulteriormente il problema del conflitto d'interessi. Secondo la nuova regolamentazione ventilata si richiederebbero, infatti, agli analisti indipendenti così tanti obblighi e oneri da renderli certamente meno...indipendenti. Col risultato sicuro di incrementarne i costi (alla fine per i risparmiatori finali clienti e potenziali) in un settore dove ancora molti risparmiatori non hanno nemmeno la percezione delle commissioni di gestione reali applicate da fondi (molti pensano di non pagare nulla mentre pagano anche il 3% annuo), bloccandone sul nascere lo sviluppo a favore invece degli sportelli bancari e dei promotori finanziari.

Già questa cosa dei target price, i cosiddetti prezzi obiettivo, si potrebbe definire in termini teatrali una pura finzione scenica. Un artificio per influenzare gli investitori secondo John Allen Paulos, professore universitario americano e autore di numerosi saggi<sup>32</sup> legati al mondo dei numeri: *"il successo di queste iperboli si spiega col fatto che la maggior parte di noi risente di una debolezza psicologica assai comune: ci fidiamo e ci ricordiamo di qualunque numero ci capita di udire. E' il cosiddetto 'effetto-ancoraggio' che si crea, come è stato dimostrato, in un'ampia varietà di situazioni...*

*Anche gli indicatori finanziari - compresi i 'target di prezzo' e altre voci incerte e future come gli utili previsti - sono soggetti a questa forma di manipolazione. Più distante è il futuro che descrivono gli indicatori, più si può postulare un valore elevato, giustificato - mettiamo - da uno scenario apparentemente roseo per la crescita delle comunicazioni in banda larga, del trasporto aereo o dei cibi dei cani. La gente fa la tara a queste stime, ma quasi mai in misura adeguata. Alcuni eccessi speculativi delle dot-com si devono probabilmente a quest'effetto".* Il vantaggio ulteriore di sforna-

<sup>32</sup> Il suo best seller è "Gli snumerati" ma dedicato alla Borsa la Garzanti ha pubblicato in Italia nel 2004 "Un matematico gioca in Borsa".

re a getto continuo report con target price ha poi un ulteriore effetto positivo sul mercato: alimentano la compravendita azionaria (e quindi le commissioni di trading), inducendo moltissimi investitori a cambiare posizione. Per speculare al rialzo (in caso di strong buy) o al ribasso (in caso di strong sell). Ma come vengono calcolati questi "target price". Come si può stimare il valore futuro di una società? Esistono varie tecniche (e questo libro, per ragioni di spazio, non vuole passarle in rassegna rinviando al "mistero" delle valutazioni di Borsa magari un prossimo libro) e ottimi manuali sull'argomento<sup>33</sup>. Per valutare il prezzo di Borsa di una società si possono calcolare e confrontare i multipli (dal prezzo-utili al prezzo-patrimonio) o ricorrere a complessi calcoli di matematica finanziaria che possono fornire un prezzo teorico. Proprio il complesso di queste valutazioni, integrando e mescolando talvolta diversi criteri, serve agli analisti fondamentali per formulare i famosi target price e consigliare se un'azione è da tenere, sovrappesare o sottopesare. Se il giudizio finale è uno strong buy, uno strong sell oppure un hold. Tutto questo armamentario dell'analista fondamentale può apparire agli occhi di un profano qualcosa di rigoroso e quasi scientifico, qualcosa di cui fidarsi, quasi ciecamente.

Purtroppo, come bene dovrebbero aver imparato gli investitori, non è così. Il target price di 150 euro per Tiscali finita poi a 2 euro, quello di Freedomland a 148 euro (poi acquisita e incorporata da Eutelia) scesa a 6 euro, le Seat Pagine Gialle indicate come titolo del futuro con target price a 10 euro poi precipitate a 0,4 euro (ma esempi di questo tipo riguardano l'80% di tutte le società quotate in ogni settore) indicano che valutare un'azione è tutto tranne che un esercizio scientifico (come gli addetti ai lavori spesso vogliono far intendere per dare un'aria di rispettabilità e grande professionalità al settore). Possono essere certo fattori straordinari e imprevedibili (una nuova rivoluzionaria tecnologia, una serie di cause legali o uno scandalo che riguarda il management della società analizzata) a spiegare queste differenze abis-

<sup>33</sup> Ottimi testi base per partire sono pubblicati da "Il Sole 24 Ore Libri" come "Capire la Borsa" di Marco Liera e Andrea Beltratti oppure "Analisi fondamentale" di Maria Adelaide Mascheroni, Valeria Novellini e Luigi Tramontana edito sempre da "Il Sole 24 Ore Libri".

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

sali fra come è andata e come doveva andare.

Ma al di là dei casi “mostruosi” resta come dato di fatto l’altissima labilità della maggior parte delle previsioni future che stanno alla base delle valutazioni fondamentali delle società quotate e dell’emissione dei famosi “target price”. Come mai?

La visione “fondamentalista” della Borsa, quella che si basa sui risultati economici di una società, sostiene che il prezzo di un’azione non è altro che la somma del valore attuale di tutti gli utili che una società riuscirà a generare in futuro. Dato per scontato che gli utili prodotti nel passato siano di “qualità” (non effetto di manovre contabili più o meno lecite) calcolare il flusso futuro scontato secondo la teoria è semplice. Nella formula più nota basta conoscere il dividendo che sarà pagato nei prossimi esercizi dalla società esaminata, il tasso di crescita che gli utili della società avranno, poi l’andamento dei tassi d’interesse e infine conoscere il premio al rischio che si è disposti a sopportare. Facile prevedere tutte queste variabili, no? Nella realtà presi 10 analisti a cimentarsi su questa formula, invitandoli a indicare le incognite e il risultato, è altamente probabile che verranno al termine forniti 10 target price diversi con variazioni superiori nelle valutazioni anche di oltre il 50%.

Qualcosa spesso di poco “fondamentale” come si è ben visto soprattutto nella stagione della New Economy dove le “assumption”, le ipotesi sulla crescita futura del fatturato (e poi degli utili realizzabili nel futuro), potevano sembrare una gara degli analisti a chi la sparava più grossa. Costringendo anche diversi analisti di importanti banche d’affari e illustri professori universitari a elaborare nuove fantasiose teorie come quella delle opzioni reali: si valuta il prezzo futuro di un’azione quasi alla stregua di un biglietto della lotteria vincente se l’estrazione (come assicura il management) va a gonfie vele.

Più comprensibile (per quanto in certi momenti inadeguato) il criterio di analisi dei multipli. Confrontare la capitalizzazione di Borsa di una società con una serie di parametri (utile, margine operativo lordo, patrimonio, cash flow)<sup>34</sup>. Un criterio semplice e storicamente efficace per comprendere la sopravvalutazione o sottovalutazione di un mercato (come indicano i grafici

sottostanti) ma che poco può dire dal punto di vista operativo quando il mercato esprime valutazioni elevate se non stare fuori dal mercato (una scelta che può significare perdere importanti fasi del rialzo).



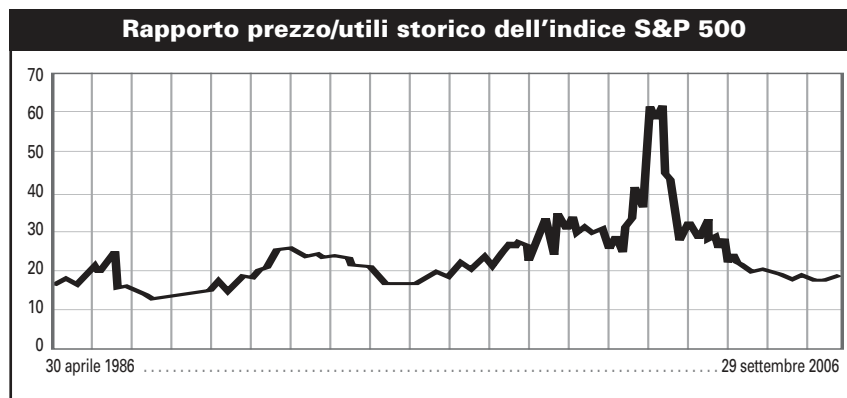
fonte: [http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.htm)

Tabella 21

**34** Il multiplo più interessante che alla prova degli anni si è dimostrato fra i più efficaci per misurare la sopravvalutazione o sottovalutazione di un'azione o di una Borsa è il cosiddetto price-earning, in italiano prezzo-utili. Questo rapporto viene calcolato semplicemente dividendo la capitalizzazione di Borsa di una società (o di un listino) per gli utili netti realizzati (o la somma degli utili delle società che fanno parte di un listino). Più è basso questo rapporto, maggiore è l'appetibilità di un titolo. Come in una obbligazione il rendimento (current yield) viene misurato come rapporto tra l'interesse ricevuto e il prezzo pagato e costituisce una buona misura del rendimento futuro (se l'obbligazione non è venduta o comprata molto sotto la pari ovvero quota 100) una valutazione analoga può essere fatta con le azioni, calcolando appunto l'earning yield dato dal rapporto fra utile per azione (eps) e prezzo. Esso è quindi l'inverso del rapporto prezzo/utile. Poiché le attività di un'azienda sono reali, l'earning yield costituisce un tasso di rendimento reale, aggiustato cioè rispetto all'inflazione. Secondo Jeremy Siegel l'earning yield è una buona stima di lungo periodo dei rendimenti reali sulle azioni. La figura sopra indica che il rapporto P/E medio del mercato negli ultimi 130 anni è stato pari a 14,45, così che l'earning yield è stato di 1/14,45, vale a dire il 6,9%. Si tratta esattamente dello stesso valore per il rendimento reale delle azioni a partire dal 1871 che avevamo indicato nella tabella 3 nel capitolo 1! Naturalmente questo rapporto può sembrare elevato nelle fasi in cui le aziende tendono a veder crescere in modo consistente la redditività e la sua valutazione va osservata anche in relazione alla variazione nei tassi d'interesse (più sono bassi i rendimenti maggiore sarà considerato accettabile questo rapporto) o del premio al rischio richiesto dagli investitori azionari. Come mostra comunque il grafico storico alti rapporti di price/earning (sopra 22-25) hanno significato spesso forti correzioni dei mercati azionari, ritornati a livelli più vicini alla mediana.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

Più in dettaglio è possibile vedere nella tabella sottostante il rapporto prezzo/utigli calcolato sull'indice storico S&P 500 dall'aprile 1986:



fonte: *Il Mondo*

**Tabella 22**

Si evidenzia come nel settembre 1987 l'indice S&P 500 qualche settimana prima di uno dei crolli più clamorosi (19 ottobre 1987: -22%) il rapporto p/e era di 23,4 contro il 18,9 dei 12 mesi precedenti. Nell'agosto '97 poco prima della crisi dei mercati asiatici il p/e americano si attestava a quota 24 contro il 20,7 annuale. Nel marzo 2000, prima dello scoppio della bolla della New Economy, il rapporto superava quota 31 e nel marzo 2002 toccò addirittura quota 61,33: nei 12 mesi l'indice S&P perse un ulteriore 26%. L'attuale p/e, calcolato a metà ottobre 2006, si attesta a quota 17,6 in linea con la media degli ultimi 12 mesi e lievemente superiore a quello secolare.

### Un esempio di valutazione "Espresso" ...

Lampante il caso della società quotata L'Espresso e della sua controllata Kataweb nella fase della New Economy, di cui ci si attendeva la quotazione sul Nuovo Mercato. A giugno 2000 l'Ufficio Studi di Rasfin aveva determinato il fair value (il giusto prezzo) teorico de L'Espresso a 17,7 euro, di cui 7 euro relativi al business off-line (l'editoria tradizionale) e 10,7 a Kataweb (il portale internet). A metà luglio 2000 l'Ufficio studi di Intermonte valutava invece la stessa società 16,5 euro di cui 7,5 euro per le attività tradizionali e 9 euro per le attività on line. A distanza di soli quattro mesi, dopo che il titolo perdeva oltre il 50% dai massimi toccati a marzo, molti uffici studi valutano adesso la parte off-line tra i 10 e gli 11 euro e quella di Kataweb tra i 2 e i 4 euro.



Tabella 23

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

A fine ottobre 2000 l'ufficio studi di Rasfin sul titolo L'Espresso esprimeva un giudizio "add" (accumulare) sul titolo. Le attività on line di Kataweb venivano stimate 5,2 euro per azione mentre quelle tradizionali 8,2 euro. Valore stimato complessivo: 13,4 euro per azione. Nell'aprile del 2001 con il titolo L'Espresso a quota 6 euro gli analisti del gruppo scrivevano che "il progetto di Kataweb, che segue il modello di business dei portali orizzontali di altri Paesi, in Usa in particolare, potrebbe fallire, sul piano della redditività e della creazione di valore, solo se si dimostrasse fallimentare questo modello di business nel resto del mondo. Il che allo stato dei fatti sembra difficile". Mai contro profezia fu destinata così ingloriosamente ad avverarsi con il titolo L'Espresso affondato soprattutto dalla zavorra di Kataweb, la cui quotazione in Borsa non avvenne più considerata l'inconsistenza del business rispetto alle previsioni iniziali. A fine febbraio 2001 gli analisti di Rasfin (gruppo Ras-Allianz)<sup>35</sup> modificavano il giudizio da add a buy, spiegando questa volta che il tallone d'Achille del gruppo fosse Kataweb ma raccomandando il titolo anche in un "contesto di mercato sfavorevole ai titoli media... Questo scenario - scrivevano gli analisti di Rasfin - a breve termine potrebbe penalizzare il titolo anche a dispetto di fondamentali ancora solidi". Anche questa volta il consiglio non venne particolarmente accolto con entusiasmo da Piazza Affari dove fra i titoli più bastonati ci furono proprio quelli legati all'editoria on e off line. Il valore corretto (fair value) del titolo L'Espresso venne perciò stimato il 25 febbraio 2001 in 8,5 euro. A fine aprile 2001, dopo una trimestrale deludente, uscì una nuova release del report su L'Espresso con il titolo giunto a 6 euro (arriverà poi a un minimo di 1,7261 euro nel mese di settembre) e il rating questa volta passò a hold (tenere). Dopo aver consigliato l'acquisto e poi di comprare ancora, a questo punto, con il titolo che

<sup>35</sup> Ad aprile 2000, in pieno boom della new economy, Unicredit (di cui il gruppo Ras-Allianz deteneva un 3% della stessa banca) scelse il Gruppo Editoriale L'Espresso come fornitore dei contenuti, dei prodotti e dei servizi delle iniziative on line del gruppo. Fu preannunciato che i due gruppi stavano decidendo come suggellare la partnership da un punto di vista societario. A luglio fu firmato un accordo in base al quale da lì a due mesi il gruppo Unicredit avrebbe acquistato il 5% di Kataweb per 300 miliardi di lire. Con questa operazione il valore attribuito al portale del Gruppo L'Espresso era di 6.000 miliardi di lire.



aveva dimezzato il valore, l'analista gettò la spugna e suggerì a chi aveva seguito il consiglio di non fare null'altro e aspettare tenendosi stretti i titoli. Questa volta l'ufficio studi non se la sentiva di stimare il giusto prezzo de L'Espresso e spiegava che "stime e target price sono in revisione". A fine dicembre 2001 l'ultimo report messo a disposizione sul sito di Borsa Italiana da Rasfin consigliava con il titolo a quota 3 euro di ridurre.

Molti investitori che hanno puntato su L'Espresso, dopo aver visto passare il titolo da un massimo di quasi 24 euro a fine febbraio 2000 a un minimo di 1,7 euro di settembre 2001, non saranno sicuramente contenti di sapere che quanto veniva valutato prima 100, poi 70, poi 50 era da rivendere ai mini-ni. Va però detto che il metodo dei flussi di cassa scontati non è il solo colpevole dell'eccessiva sopravvalutazione delle società Internet. All'epoca il mercato si attendeva e voleva quantificare qualcosa di nuovo su cui non c'erano criteri oggettivi di valutazione. "Dimmi che prezzo vuoi valere e ti fornirò il report con la valutazione che vuoi" mi raccontava spesso in quell'epoca un amico analista impegnato a creare "fuffa" (così la definiva lui stesso) di questo tipo in una nota banca d'affari dov'era addetto alle valutazioni di Borsa. Una parabola interessante comunque quella sul titolo L'Espresso (ma esempi di questo tipo se ne potrebbero fare a migliaia) che conferma quello che numerosi analisti si dicono fra loro: "Se torturate i dati abbastanza a lungo prima o poi potete fargli dire quello che volete"!

Sono sempre attuali le parole di un bastian contrario come Sergio Ricossa<sup>36</sup>: *"Tutto quanto si dice in economia non è verificabile, ratificabile, ma in compenso è assolutamente dimostrabile, così come è assolutamente dimostrabile il contrario... Ma, secondo la luna o il tempo di cui dispone, l'esperto vi trarrà dal cilindro il coniglio bianco o il coniglio nero"*.

D'altra parte già negli anni '30 un certo John Maynard Keynes nel XII capitolo della Teoria Generale, scriveva: *"Parlando francamente, dobbiamo ammette-*

<sup>36</sup> Sergio Ricossa, Maledetti Economisti, le idiozie di una scienza inesistente, Rizzoli.

## Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

*re che la base delle nostre conoscenze per stimare il rendimento che una ferrovia, una miniera di rame, uno stabilimento di tessitura, una specialità medicinale, un transatlantico o un edificio nella city di Londra daranno fra dieci anni o anche soltanto fra cinque anni è scarsa e talvolta evanescente. In realtà coloro che cercano seriamente di compiere una stima di tal genere rappresentano spesso una minoranza tanto esigua che il loro comportamento non governa il mercato”.*

Ovvero, secondo Keynes: *“Le equazioni che connettono le variazioni al risultato - i tassi d'interesse agli investimenti, le spese nette del governo alla domanda di beni di consumo, quest'ultima ai prezzi - si fondano, come abbiamo già notato, sui giudizi umani sostenuti dalla conoscenza statistica di tali rapporti nel passato. I giudizi possono sbagliare; i rapporti possono variare. Inoltre, molte fra le forze che danno l'avvio al mutamento non possono essere previste, esse si trovano al di fuori dell'ambito della conoscenza degli economisti”.*

In tema di previsioni sembrano in fin dei conti più calzanti le parole di una famosa canzone del cantautore Enrico Ruggeri piuttosto che quelle di molti esperti: il futuro è un'ipotesi<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> “Il futuro è un'ipotesi, forse il prossimo alibi che vuoi, il futuro è una scusa per ripensarci poi. Il futuro è una voglia, non si sa se sincera, il futuro è una donna che probabilmente spera, fino a quando, chissà?” il ritornello principale del brano “Il futuro è un'ipotesi” dall'album “Tutto scorre” del 1985.

**IN SINTESI**

**«Un banchiere è uno che vi presta l'ombrello quando c'è il sole e lo rivuole indietro appena incomincia a piovere». E' una citazione di Mark Twain che bene si adatta, riveduta e corretta, anche alla professione dell'analista finanziario riguardo i consigli spesso di "comprare" in prossimità dei massimi (quando il cielo è sereno) e vi avvisa di vendere ai minimi (quando è scoppiata la bufera).**

**Esistono molti metodi e modelli per cercare di individuare il prezzo giusto di un'azione o di un mercato azionario ma nessuno è perfetto. E' bene quindi non cadere mai nella trappola della "formula vincente" in tutte le condizioni (e quella associata dei "rendimenti garantiti") visto che i mercati finanziari hanno dimostrato in molti secoli di essere imprevedibili. L'analisi delle azioni può avvenire in diversi modi (alcuni anche fantasiosi): attraverso l'analisi fondamentale una società viene valutata in base all'andamento aziendale, ai bilanci e alle previsioni di crescita. L'analisi tecnica invece è orientata alla rappresentazione grafica degli andamenti storici dei corsi e emette, per mezzo di diversi indicatori e caratteristiche tipiche, dichiarazioni sugli eventuali spostamenti dei corsi. E le banche impiegano sciami di analisti per radiografare le imprese e osservare i diagrammi, con lo scopo di poter co-**

Attenzione alle previsioni degli economisti, dei guru e degli esperti.

**gliere con esattezza il futuro sviluppo dei corsi di un'azione. Ma è bene sempre ricordare che queste fonti non sono mai "scientifiche" perché esistono almeno così tante opinioni sull'andamento di un titolo quanti sono gli analisti. Per quanto il "buon senso" e lo spirito critico (merce rara quando scoppiano le bolle speculative) rappresentano ancora uno dei migliori alleati di qualsiasi investitore uniti alla disciplina. Ovvero saper operare con metodo, scappando da chi si dichiara un "guru" capace di conoscere l'andamento futuro del mercato. La storia passata dovrebbe insegnare...**



# Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.

**Gli uomini, com'è stato ben detto, pensano in branco:  
si vedrà che impazziscono in branco e recuperano la ragione  
solo lentamente, e uno a uno.**

Charles Mackay

Le lezioni della storia possono aiutarci a sventare le calamità finanziarie? All'inizio degli anni '90 l'economista John Kenneth Galbraith si poneva retoricamente questa domanda in un gustoso libretto dedicato alla storia dell'euforia finanziaria<sup>1</sup>. E la risposta era totalmente negativa, come hanno confermato nella realtà le cronache finanziarie degli anni successivi. Né una maggiore regolamentazione finanziaria né i dogmi di una tradizionale saggezza economica possono proteggerci dai disastri ogni volta prodotti dall'euforia degli investitori. Sarebbe certo auspicabile per Galbraith una maggiore consapevolezza da parte di tutti gli attori dei meccanismi che agiscono sulla psicologia di massa, meccanismi però destinati a ripetersi con puntuale frequenza. Risulta di grande difficoltà, infatti, cambiare l'animo umano, soprattutto quando si parla di soldi:

*“Chi è coinvolto nella speculazione sta sperimentando un aumento di ricchezza; quel che si dice diventare ricchi o ancora più ricchi. Nessuno ama credere che ciò sia fortui-*

<sup>1</sup> *Breve storia dell'euforia finanziaria*, John K. Galbraith, Rizzoli Editore. Questo brillante economista liberale che in diversi saggi aveva sottolineato le disfunzioni del capitalismo americano è morto a 97 anni a Boston il 29 aprile 2006.

*to o immeritato; tutti vogliono pensare che si tratti del frutto della loro superiore capacità di penetrazione e intuizione. L'aumento stesso dei corsi attrae così i pensieri e le menti di coloro che ne sono beneficiati. La speculazione compra, in un senso molto concreto, l'intelligenza di chi vi si è lasciato coinvolgere".*

Periodi di grande euforia a cui si alternano fasi di grande depressione nei mercati finanziari sono, perciò, ciclici come le stagioni. E la frase "questa volta è diverso" ritorna puntualmente in voga. "Nelle masse quello che si somma è la stupidità, non il buonsenso" ha osservato Gustave Le Bon nella sua opera dedicata alla psicologia delle folle, un libro che, a fine '800, influenzò profondamente i decenni successivi con l'ascesa dei totalitarismi.

E' accaduto nell'Olanda del 1600<sup>2</sup> con la speculazione incredibile sui bulbi di tulipano (*che raggiunsero quotazioni pari all'equivalente di un mega-appartamento attuale, passando di mano in mano sull'onda di un rialzo infinito prima di crollare miseramente*); è accaduto nella Francia del '700 con l'inventiva geniale di John Law<sup>3</sup>, libertino, giocatore d'azzardo, assassino ma anche padre della finanza moderna con la creazione della Compagnia delle Indie; è accaduto nello stesso periodo con la Compagnia dei Mari del Sud in Inghilterra. Euforie e depressioni che si ripetono nei mercati finanziari a distanza di pochi decenni: "è anche il tempo che generalmente serve a ogni nuova generazione per entrare in scena, come è accaduto per i suoi predecessori, con il marchio del proprio genio innovativo" secondo Galbraith.

Le quattro parole che si pagano di più sono "Questa volta è diverso" ha osservato con arguzia John Templeton, gestore di fondi più che navigato alle rotte dei mercati azionari di tutto il mondo.

<sup>2</sup> Un istruttivo e divertente libro dedicato alla tulipanomania, la madre di tutte le bolle finanziarie, è quello scritto nel 1999 dal giornalista-divulgatore Mike Dash, *La fabbrica dei tulipani* edito da Rizzoli. Riguardo le bolle speculative un classico del 1841 è "La pazzia delle folle" di Charles Mackay, *Il Sole 24 Ore Libri* o il già citato "Un mondo di bolle" di Edward Chancellor, Carocci Editore.

<sup>3</sup> Fra i più recenti e godibili libri dedicati a John Law merita una segnalazione "L'uomo che inventò il denaro" di Janet Gleason, Rizzoli Editore.

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

*“Il mercato immobiliare non può perdere più di tanto”, “Le valutazioni elevate della Borsa giapponese si riferiscono a un mercato particolare che rende superate le tradizionali valutazioni delle Borse occidentali”, “Le azioni dei titoli di questo settore mostrano dei tassi eccezionali nella crescita degli utili che giustificano ampiamente l’attuale apparente sopravvalutazione”.*

Solo negli ultimi tre decenni frasi come quelle sopra riportate (pronunciate non solo da risparmiatori e investitori alle prime armi ma spesso, come abbiamo visto, anche da illustri economisti, analisti e accademici) si sono alternate e diffuse, costando ai sostenitori di queste “verità dichiarate” perdite anche superiori al 50% del capitale. Un esempio senza andare lontanissimi nel tempo? Nel Sole 24 Ore dell’8 novembre 1999 si poteva leggere un articolo intitolato “Effetto Internet: più degli utili oggi conta la chance di successo” con l’occhiello che ricordava il nuovo mantra: “Spiazzate le valutazioni tradizionali”. Era diverso.

Per non dimenticare la storia passata e trovare una conferma a questa tesi sarebbe sufficiente rileggere la storia del crac dell’ottobre ’29 e quello più recente, nella memoria degli investitori, del marzo 2000. E rispettare il saggio consiglio di Burton Malkiel: “le autopsie possono risultare utili non solo per i medici, ma anche per chi si dedica agli investimenti”.

Al crac del ’29 ha dedicato un libro essenziale il già citato economista John Kenneth Galbraith (Il grande crollo, Boringhieri)<sup>4</sup> dove racconta in maniera avvincente lo svolgersi di un evento che portava la Borsa americana dall’euforia al crollo, spingendo gli Stati Uniti (e non solo) nella Grande Depressione degli anni ’30.

All’epoca del crollo della Borsa Galbraith aveva solo 21 anni; questo libro è stato scritto molto tempo dopo, negli anni ‘50, dimostrando, se mai ce ne

<sup>4</sup> Oltre al testo fondamentale di Galbraith sul Grande Crollo, la ricostruzione delle vicende del 1929 è stata approfondita in numerosi saggi fra cui “Il grande crollo 50 anni dopo” de Il Mondo, nel volume La Storia e l’età contemporanea (Garzanti). Una cronaca storica di tutti gli avvenimenti principali, compreso il periodo della Grande Depressione, si può leggere nel sito [www.cronologia.it](http://www.cronologia.it) realizzato da Franco Gonzato, pioniere dell’informatica, che ha sintetizzato e riversato i fatti narrati in oltre 20.000 libri.



fosse bisogno, che in Borsa l'euforia e il panico si ripercuotono sempre come un boomerang sui poveri investitori, come le previsioni della maggior parte degli esperti. Un anno prima del crac del 1929 alcuni autorevoli giornali, come il Washington Post e il Commercial and Financial Chronicle, avevano iniziato in realtà a paventare il crollo del mercato azionario. Nel 1928 entrambi i quotidiani avevano messo in guardia i loro lettori: le azioni erano incredibilmente sopravvalutate e i prezzi dei titoli continuavano a salire non a causa di un miglioramento dei fondamentali delle società quotate ma a seguito dell'enorme massa di liquidità che si era riversata sulla Borsa. Sfortunatamente la crisi era dietro l'angolo, non dietro la porta: ci furono di lì a poco quattro forti ribassi, nel giugno e nel dicembre del 1928, nel febbraio e nel marzo del 1929, ma il mercato successivamente non solo recuperò le perdite ma salì ancora. Conseguentemente il Washington Post e il Commercial and Financial Chronicle furono bollati come 'Cassandre Ribassiste'.

I risparmiatori degli Stati Uniti si erano fatti divorare dalla passione per le azioni e del guadagno facile. Si ripeteva così quello che era accaduto in Olanda tre secoli prima e che Charles Mackay aveva descritto bene nel suo libro *La pazzia delle folle*: *"Nobili, comuni cittadini, meccanici, marinai, valletti, camerieri e persino spazzacamini e vecchie venditrici di abiti usati si buttarono anima e corpo sui tulipani"*.

Tutti ritenevano allora che i nuovi fiori non sarebbero mai passati di moda e che da ogni parte del mondo sarebbero giunte in Olanda legioni di compratori disposti a sborsare qualunque somma fosse stata richiesta.

E nell'America del '29 si stava ripetendo lo stesso copione così come testimoniava un corrispondente britannico appena sbarcato a New York prima del crac del '29: *"Puoi intavolare un discorso sul proibizionismo, o su Hemingway, o sull'aria condizionata, o sulla musica, o sui cavalli, ma prima o poi il discorso scivola inevitabilmente sulla Borsa, e solo a quel punto la conversazione si fa seria"*.

In un libro dedicato ai grandi episodi di euforia finanziaria Galbraith ha rimarcato un fenomeno familiare: la credenza nell'avvento di una nuova era che rendeva obsoleti i principi consolidati. Durante gli anni Venti non si parla-

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

va d'altro che della “nuova era” caratterizzata dal ritrovamento di una stabilità politica ed economica e dallo sviluppo delle nuove tecnologie (radio, cinema, automobile, aviazione...) che avrebbero cambiato il mondo. Irving Fisher, professore di economia a Yale, fece alla vigilia del crac una diagnosi diventata celebre: “La Borsa sembra destinata a mantenersi indefinitamente sulle vette raggiunte” (“The stock market has reached what seems like a permanently high plateau”).

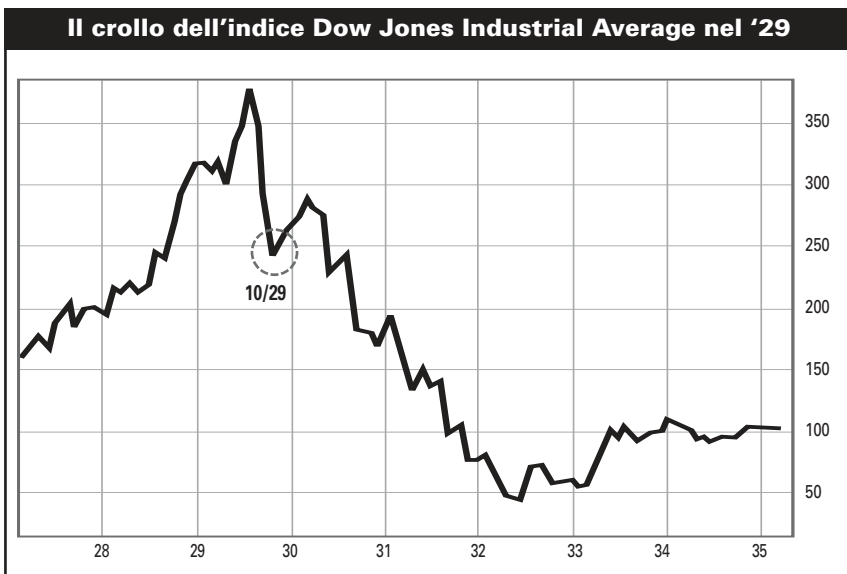
Nell'estate del 1929 l'argomento principale di conversazione tra gli americani (non solo quelli appartenenti alla middle class ma anche stimati intellettuali) era quindi diventato Wall Street. La gente, anziché lavorare, affollava gli uffici dei broker per seguire minuto per minuto le quotazioni di Borsa. E' proprio riflettendo su un simile fenomeno di infatuazione che, secondo la leggenda, Joseph Kennedy (il padre del presidente assassinato) evitò la bancarotta. Un mattino del 1929 il suo lustrascarpe rifiutò la mancia, giudicandola troppo misera. “Signore, ieri mattina ho guadagnato 250 dollari in Borsa. Sì tenga pure i suoi 5 cents, non mi servono”. Lo speculatore consumato fece il seguente ragionamento: “Se il mio lustrascarpe ne sa più di me, c'è qualcosa che non va nel mondo della finanza”. Il giorno stesso liquidò tutto il suo portafoglio azionario. Una storiella che alcuni economisti raccontano quasi uguale anche per il finanziere Bernard Baruch dove la variante è il taxista invece dello sciuscià.

Il 3 settembre 1929 un consulente finanziario del Massachusetts, tale Roger Babson (che nella realtà da diversi anni aveva anticipato un possibile forte crollo mentre i mercati superavano continuamente nuovi massimi), aveva tuonato contro i pericoli insiti nella sopravvalutazione del mercato azionario e aveva preannunciato che entro poche settimane Wall Street avrebbe vissuto il giorno più nero della sua storia. Nessuno gli prestò ascolto.

Il presidente della Fed, la Banca Centrale Usa, Charles Mitchell osservò: “La situazione negli Stati Uniti è assolutamente solida, nulla può fermare il movimento positivo del mercato”. Tutto questo mentre il mitico professore Irving Fisher dichiarava che “il mercato azionario entro pochi mesi sarà più al-

to del livello attuale”.

Nonostante le ottimistiche previsioni di Fisher (che nel ribasso poi perse una fortuna), pochi giorni dopo ci fu una forte discesa del mercato. Timidamente il New York Times azzardò che il crollo non era più dietro l'angolo, ma dietro la porta. Nuovamente la notizia non produsse alcun effetto: il 21 ottobre gli scambi erano ai livelli massimi. Nei giorni successivi il mercato subì una decisa inversione di tendenza. La gente si innervosì e iniziò a vendere.



fonte: [www.lowrisk.com](http://www.lowrisk.com)

**Tabella 24**

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

Il 24 ottobre il mercato iniziò una repentina e inarrestabile discesa. Circa 13 milioni di azioni passarono di mano. A metà giornata i più importanti banchieri americani decisero, dopo una breve riunione, di intervenire nel tentativo di sostenere il mercato e scongiurarne il crollo. Perfino l'allora Presidente del New York Stock Exchange, Richard Whitney, si diede da fare e sotto gli occhi di tutti iniziò a comprare azioni. Gli sforzi congiunti dei banchieri e del Presidente del Nyse furono premiati: il mercato chiuse con il segno "più" davanti.

Nonostante questo tentativo estremo di impedire il crollo, il panico si diffondeva tra la gente comune. I successivi quattro giorni furono all'insegna della stabilità: il mercato non saliva né scendeva. Da ogni parte giungevano segnali di scampato pericolo: "il peggio è passato" assicuravano i giornali. Come il New York Times che si era distinto precedentemente proprio nel mettere in guardia dagli eccessi azionari e ora già scriveva: "Il mondo finanziario americano si sente sicuro nella consapevolezza che le più potenti banche del Paese sono pronte a impedire il panico".

Il 28 ottobre l'ondata di ribassi continuò. Il mercato perse in un solo giorno quello che aveva perso nell'ultima settimana. I banchieri si incontrarono di nuovo e questa volta non per decidere se sostenere ancora il mercato ma per trovare il modo di liquidare i propri investimenti azionari senza buttare ulteriore benzina sul fuoco. Se i prezzi fossero repentinamente crollati, il valore del loro portafoglio sarebbe ulteriormente diminuito.

Il 29 ottobre, passato alla storia come "il martedì nero di Wall Street", le cose peggiorarono. I fondi comuni di investimento (allora chiamati investment trust con un funzionamento che consentiva anche di investire a debito) per far fronte all'ondata di riscatti iniziarono a vendere massicciamente le attività che avevano in portafoglio provocando così ulteriori ribassi del mercato. I broker non erano in grado di far fronte alle richieste di rimborso degli investitori. La Banca di New York intervenne per evitare una crisi di panico dovuta alla mancanza di liquidità. La Borsa esaminò la possibilità di chiudere per qualche giorno, ma questa decisione fu presto accantonata nel timore che alimentasse ulteriormente il panico. Nei giorni seguenti regnò una apparen-

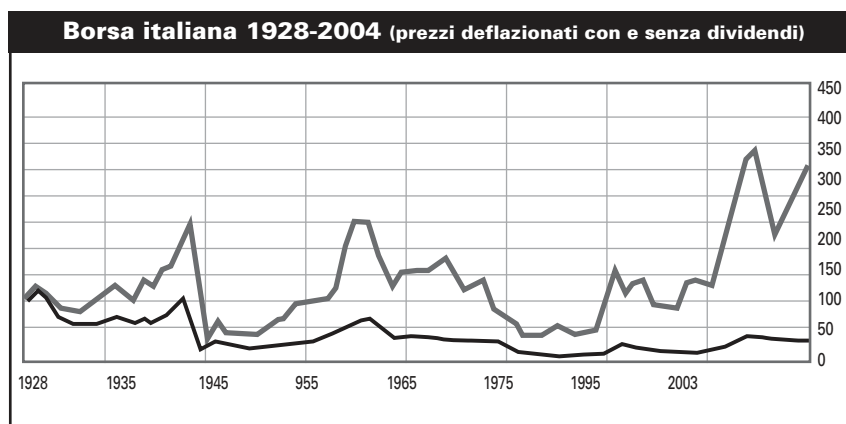
te calma. John Rockefeller decise, a sorpresa, di rompere decenni di silenzio per assicurare gli investitori cui consigliava di approfittare dei ribassi per comprare. Il mercato si riprese, con grande soddisfazione di Rockefeller che ne approfittò per realizzare dei lauti capital gain.

Nelle poche sedute in salita di quei giorni i giornalisti non persero l'occasione di parlare di inversione di tendenza e il finanziere Bernard Baruch telegrafò a Churchill per informarlo che la crisi finanziaria era finita: si poteva ritornare a ricomprare e mediare approfittando dei prezzi favorevolmente bassi per abbassare il valore di carico. In compenso i fondi comuni erano sull'orlo del baratro: le azioni che avevano in portafoglio non solo si erano deprezzate del 50% ma, poiché non esistevano limiti all'investimento in futures, ogni correzione del mercato si ripercuoteva in maniera amplificata sul valore del loro portafoglio a causa dell'effetto leva.

A metà novembre l'ondata dei ribassi non si era arrestata: era ormai chiaro a tutti che si era in piena crisi. Il 13 novembre l'indice dei titoli industriali elaborato dal New York Times perse rispetto al 3 settembre il 50% del suo valore. Il Presidente degli Stati Uniti annunciò imminenti riduzioni delle tasse. Gli americani tirarono un sospiro di sollievo. Nella primavera del 1930 il mercato diede timidi segnali di ripresa, ma in giugno iniziarono nuovamente i ribassi e proseguirono per l'intero mese. Fu l'inizio di quella che passò alla storia come "la Grande Depressione". Nell'autunno del 1930 arrivò l'ondata di fallimenti delle banche: oltre 600 dei più prestigiosi istituti di credito americani furono spazzati via, trascinando nel disastro anche coloro che a Wall Street non avevano investito nemmeno un cent.

Gli Usa toccarono il livello più basso della crisi nell'inverno del 1932. Il mercato azionario era ridotto a 1/6 (-84%) rispetto all'apice del 1929 e si stimarono in oltre 12 milioni i disoccupati in questa fase. Una crisi che divenne planetaria e coinvolse anche le economie e le Borse del Vecchio Continente per diversi anni. Compresa l'Italia. E nonostante i buoni propositi di Benito Mussolini all'indomani del crac di Wall Street: "... gli uomini e le istituzioni del fascismo possono affrontare qualsiasi crisi, anche se improvvisa".

## Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.



fonte: Ufficio Studi Mediobanca

Tabella 25

### Il bi-crollo del bi-millennio.

Il crollo del marzo 2000 è vicino e ancora nella mente di numerosi investitori. Settant'anni dopo la grande depressione le banche centrali (in prima linea la Federal Reserve di Alan Greenspan) si sono mostrate più abili nell'evitare che la discesa azionaria innescasse una depressione su larga scala simile a quella del 1929. Certo, gli indici di Borsa hanno mostrato forti ribassi (il Nasdaq nel momento peggiore ha perso il 78,4% rispetto ai massimi) e anche il prodotto interno lordo di quasi tutte le economie del pianeta ha cominciato a interrompere la crescita ed ad arretrare fino al principio del 2003. Per evitare l'infarto la mossa utilizzata è stata quella di mettere in circolazione un'impressionante quantità di denaro a condizioni sempre più favorevo-

## CAPITOLO 7

li, agendo sulla leva dei tassi d'interesse. Sempre più bassi fino a essere quasi nulli (in Giappone) per spingere le aziende e i risparmiatori a investire. Ma il rituale "euforia-panico" è stato da manuale; la conferma che paura e avidità muovono gli investitori come il cibo e la propagazione della specie rappresentano l'unica vera necessità dell'umanità secondo Pellegrino Artusi. Roger Bootle, economista della City e autore di un libro sulle bolle speculative<sup>5</sup>, ha calcolato che nel periodo 2000-2002 il valore di tutte le azioni mondiali è calato in totale di 13.000 miliardi di dollari, ovvero 2000 dollari per ciascun uomo, donna o bambino del pianeta.



**Tabella 26**

<sup>5</sup> Soldi dal Nulla di Roger Bootle, Il Sole 24 Ore Libri.

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

“Il ciclo economico - una creazione dell'era industriale potrebbe diventare un anacronismo”. Questo si poteva leggere in un editoriale del Wall Street Journal del 31 dicembre 1999 commentando quella incredibile stagione del boom della new economy quando sembrava che le economie e le Borse mondiali avessero trovato la formula magica per la crescita infinita. E che la velocità e la quantità di ricchezza possibile dipendesse semplicemente dall'accumulazione del maggior numero di titoli tecnologici. Da conservare nei secoli questa frase di Andy Grove, amministratore delegato di Intel, relativamente alle valutazioni di Borsa in quel momento storico: “Qual è il mio ritorno sugli investimenti nell'e-commerce? Siete pazzi? E' come essere ora nei panni di Cristoforo Colombo il giorno della scoperta dell'America”.

La nuova dinamite per gli investitori di tutto il mondo era la sigla TMT, ovvero Tecnologia, Media, Telecomunicazioni, accompagnata dalle previsioni di vendite fenomenali attraverso un nuovo canale aperto su Internet (l'e-commerce) capace in pochi anni di decuplicare le vendite. Nel marzo 2001 vennero poi resi noti i risultati di uno studio effettuato dalla National Association of Manufacturers in collaborazione con Ernst&Young dal quale risultava che nel 1999 solamente il 2% delle aziende aveva realmente commercializzato i propri prodotti via Internet (le previsioni delle banche d'affari erano per un valore almeno 10 volte superiore).

Un triangolo “magico”, quello Tmt, che i ribassi successivi hanno trasformato in una sorta di triangolo delle Bermude dove a sparire sono stati i soldi degli investitori. Si era diffuso il “virus delle valutazioni assurde”, per dirla con le parole del vecchio saggio di Omaha, Warren Buffett<sup>6</sup>.

Per usare un linguaggio terra terra e non quello degli analisti finanziari “azzeccagarbugli” si potrebbe raccontare che nel marzo 2000 qualcuno stava vendendovi la licenza di un bar-ristorante-tabaccheria di un locale vicino al

<sup>6</sup> Per approfondire la conoscenza di Warren Buffett sono stati pubblicati diversi libri fra cui in Italia anche “Far soldi in Borsa alla maniera di Warren Buffett” di Robert G. Hagstrom jr. per Sperling & Kupfer Editore e “Warren Buffett” di Robert Heller, Dorling Kindersley Book.



Tribunale dove il numero di clienti aumentava di giorno in giorno vorticosamente grazie al boom dei processi, con la possibilità di incrementare ancora il numero di clienti grazie a un progetto di costruzione di una nuova ala del tribunale. Comprare molti titoli Tmt nella primavera 2000 veniva descritto come un'opportunità di questo tipo.

Andate a rileggere le storie che circolavano in quei mesi su titoli come Tiscali, Aem, Tim, Telecom, Seat, Snai e compagnia. Si puntava su storie di crescita senza limiti. La realtà si è rivelata più infingarda e chi ha comprato ai prezzi massimi la famosa tabaccheria-bar-ristorante ha scoperto dopo qualche mese che lo scenario stava cambiando. Molti clienti hanno iniziato a non frequentare più il locale poiché il successo ha fatto sì che numerosi locali della zona si sono messi a fare concorrenza, con listini anche sensibilmente più bassi (causando un abbassamento dei margini). Il progetto della nuova aula del Tribunale che doveva rivitalizzare ulteriormente la zona (portando fronte di nuovi clienti) ha subito un serio rinvio e non si sa nemmeno più se verrà realizzato mentre le vendite delle sigarette hanno subito un notevole contraccolpo per l'avvio di una fortissima campagna anti-fumo. Ciliegina sulla torta si è scoperto che il gestore a cui avevate affidato il locale sottraeva parte dei soldi della cassa oltre ad essersi assegnato un compenso esagerato. Eppure non doveva andare così secondo le menti più brillanti del settore, almeno a rileggere i giornali e i report dell'epoca.

### **Perché il Dow doveva andare a 36.000 ma è andato poi a quota 7.000?**

Per dare un'idea del clima da "bolla" due insigni studiosi americani, James Glasmann e Kevin Hasset, in due articoli apparsi sul Wall Street Journal e poi in un libro pubblicato nel 1999 prevedevano (entro il 2005 "ma anche molto prima") una salita dell'indice Dow Jones a 36.000 (ora, e siamo tornati sui massimi, ne vale un terzo) teorizzando bene le ragioni del boom inarrestabile delle azioni: "diversificare i portafogli di azioni non è rischioso, le

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

azioni sono molto più redditizie come investimento di quanto si pensava precedentemente, per questa ragione la domanda di azioni da parte degli investitori si manterrà elevata e il mercato azionario continuerà a restare ad alti livelli nel futuro”.

Fu grazie anche a simili teste d'uovo che scoppiò la bolla planetaria. Basti pensare che nel marzo 2000 la capitalizzazione dei titoli tecnologici raggiunse, sul totale dei 500 titoli che compongono l'indice S&P 500, il 32,9%. In pratica un terzo della capitalizzazione dell'indice “numero uno” delle Borse mondiali era rappresentato dalle azioni di società che avevano a fare con computer, telefonia, router e internet. Poco più di 2 anni dopo il peso era sceso al 14%, un livello che è perfino inferiore a quello del 1984.

Può essere interessante osservare che in questo periodo il rapporto Prezzo/Utili medio delle azioni tecnologiche è passato da un massimo di 50 del marzo 2000 al valore di circa 24 (le aziende tradizionali sono adesso valutate circa 15-16 volte gli utili). E può essere più interessante scoprire che questa forbice, in termini di valutazione fra aziende tradizionali e tecnologiche, rappresenta un effetto “collaterale” della stessa bolla. Fino al 1996 e al 1997 le valutazioni fra aziende tecnologiche e tradizionali non differivano molto e non c'era nessuna ragione per pagare più cara un'azienda solo perchè operava in un settore “high tech”. Nella logica di Wall Street di quegli anni questa divisione in termini di valutazione non esisteva per una ragione molto semplice: a fronte di prospettive di crescita più elevate le aziende “tecnologiche” mostravano una concorrenzialità molto più alta dovuta alla necessità di continua innovazione con un rischio di fallimenti molto alto. Una lezione saggia che la nuova economia di fine millennio si è dimenticata non tenendo conto dei rischi e guardando solo alle opportunità.

Insomma, il modello “scommetti sul futuro e aspetta, la tecnologia ti farà ricco” è fallito. C'è da apprendere qualcosa per tutti coloro che avevano creduto in questo modello (ma soprattutto l'avevano propagato) anche se, certo, la seduzione del nuovo “corso” è stata fortissima. E non tutta da buttare. Per la prima volta nella storia del capitalismo è effettivamente bastato avere

un'idea brillante per raccogliere capitali sufficienti a presentarsi sul mercato. E la Nuova Economia ha comunque prodotto delle mutazioni incredibili, anche in senso positivo, dal punto di vista produttivo (è famoso il caso del distretto indiano di Bagalore, diventato attualmente il secondo centro mondiale di produzione di software) e per i consumatori. Una rivoluzione resa possibile dalle innovazioni tecnologiche che oggi consentono con pochi clic di trasferire e condividere conoscenze e informazioni in ogni parte del mondo. Secondo Michael Mandel, autore di *Internet Depression* (Fazi Editore), un libro che ha analizzato fra i primi la "new crisi" (predicendo una depressione e un crollo del Nasdaq che fortunatamente non si sono realizzati nelle dimensioni ipotizzate), il turbo ai mercati borsistici è arrivato proprio dal mutamento del rapporto fra investimenti e tecnologia: mentre in precedenza la finanza aveva svolto il ruolo di combustibile che alimentava il motore della tecnologia, nel senso che i mercati finanziari sostenevano gli investimenti in capitale fisso, a un certo punto i mercati finanziari si sono messi a sostenere esclusivamente l'innovazione. In pratica il venture capital ha smesso d'investire per sfruttare tecnologie e progetti esistenti cominciando invece a scommettere sul futuro di tecnologie che esistevano spesso solo nella testa di qualche imprenditore. Per usare una metafora dello stesso Mandel è come se qualcuno fosse disposto ad accettare il rischio di pagare un soldo per iscriversi "a una corsa che potrebbe non svolgersi". Una componente di puro azzardo che ha alimentato questa utopia e questa economia della "speranza" in cui il valore scaturiva dalla semplice aspettativa di prosperità. Naturalmente ai piani alti (dove stanno banchieri d'affari e manager delle grandi corporation) si è iniziato a pigiare il pedale senza criterio. Con previsioni di crescita e di utili all'infinito. Il miglior carburante per alimentare speranze e attese di una salita senza soste sui mercati azionari. Prezzi borsistici in salita significavano, in effetti, maggiore ricchezza personale per tutti (più di tutti per i "numeri uno" ma con un effetto a valle anche per i risparmiatori) e maggior valore per le aziende, utile per fusioni e acquisizioni in un circolo apparentemente virtuoso. Annunciare utili in crescita sembrava non costare nulla e creare, anzi,

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

un effetto “profezia che si auto avvererà” particolarmente “simpatico”. Peccato che questo meccanismo magico ha dimostrato di non poter durare a lungo, privando l’umanità di centinaia di milioni di nuovi milionari.

### **Le date simbolo della New Economy.**

A voler definire una data alla nascita ufficiale della New Economy si potrebbe azzardare il 31 gennaio 1994, quando divenne disponibile al pubblico una versione di un software per la navigazione su Internet che rendeva di fatto possibile la nascita del World Wide Web, la “nuova era”. Si trattava di Mosaic 2.0 nella versione Alpha (un “browser” poi soppiantato da Netscape e poi definitivamente da Microsoft Explorer).

Le novità impiegano sempre qualche tempo a ingranare. E in realtà la maggior parte degli utenti scoprì (a partire dagli Stati Uniti) il Web e Internet a partire dal 1997, segnando proprio gli anni in cui il Nasdaq (il mercato dove sono trattati i titoli tecnologici) iniziò il vero decollo con rapporti prezzi/utigli verso vette sconosciute (ben superiori a quelle registrate prima del crac del 1929) come si evidenzia nella tabella dei price-earning storici pubblicata nel capitolo precedente.

In quegli anni milioni di risparmiatori in tutto il mondo cambiavano atteggiamento nei confronti dei mercati azionari rompendo le remore del passato e raggiungendo il culmine dell’euforia nel passaggio al nuovo millennio (qualcosa di simile accadde nel cambio di secolo fra 1800 e 1900 dove si era assistito a un picco per le aspettative di un grande cambiamento seguito da un crollo). La Nuova Era di Internet e il vagheggiamento di un’economia dagli utili infiniti e in costante crescita insieme al passaggio di millennio contribuirono certo a questo clima positivo e di euforia che ha costituito la base della “bolla speculativa”.

L’economista austriaco Joseph Schumpeter riteneva che le febbri speculative scoppiassero spesso in concomitanza con l’avvio di un nuovo settore industriale o di una nuova tecnologia, quando la gente sopravvaluta i benefici e

sottovaluta gli effetti che la necessità di investire massicciamente avrà nel far calare i rendimenti.

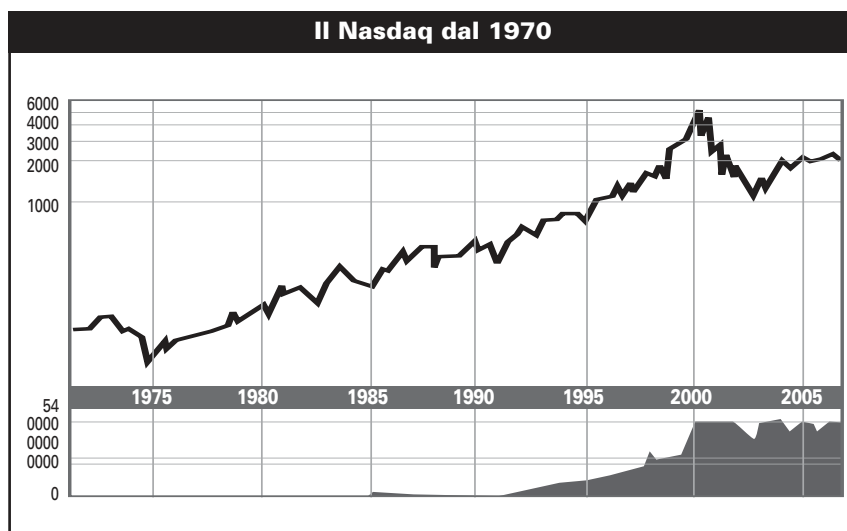
Ma simili avvenimenti non sarebbero certo avvenuti se nella società non si fosse prodotto un vero cambiamento di mentalità psicologica di massa nei confronti delle azioni. Un marketing planetario dove si convincevano milioni di risparmiatori ad abbandonare i conti in banca e i titoli di stato per saltare nel Regno dell’Azionario, dove guadagni e brio sembravano assicurati. E non c’è dubbio che anche libri come quello di Jeremy Siegel, più volte citato in questo libro (“Stocks for the Long Run” pubblicato proprio nel 1994) hanno contribuito alla “variazione della specie”. Un testo in cui si spiega anche ai bambini come l’investimento azionario, se ben diversificato e tenuto per almeno dieci anni (poi Jeremy Siegel ha aggiustato il tiro... e spiegato che l’orizzonte temporale per guadagnare in Borsa in forma “scientifica” non è più di 10 ma di 20-30 anni) è meno rischioso dell’investimento in obbligazioni. L’industria delle azioni e del risparmio gestito non poteva sperare in un messaggio migliore e più chiaro. Che è stato diffuso da mass media e promotori finanziari in ogni angolo del pianeta. “Perché tenere i soldi in banca o in obbligazioni quando le azioni garantiscono un rendimento più elevato?”. Banche e broker di Borsa non aspettavano altro se non di diffondere questo messaggio perchè nei loro “scaffali” sono proprio le azioni la merce più redditizia. La Borsa sale? E’ il momento di comprare le azioni. La Borsa scende? E’ il momento di comprare azioni (per quanto il messaggio fa molto meno presa sui risparmiatori)<sup>7</sup>.

Washington, 5 dicembre 1996. Un’altra data importante da ricordare. E’ in quella occasione che per la prima volta il Governatore della Federal Reserve,

<sup>7</sup> Sull’inserito Plus de “Il Sole 24 Ore” del 28 settembre 2002 il numero uno di Mediolanum, Ennio Doris, ripeteva pro domo sua il ritornello nella versione ribassista: “...in un periodo di tempo lungo il mercato premia sempre. Le crisi delle Borse sono una fortuna: mentre il cliente continua a versare una quota con lo stesso ammontare il fondo acquista più titoli che aumentano il guadagno quando il mercato risale”. Un concetto che compariva nei servizi pubblicitari di Mediolanum anche nel marzo 2001: “Buone notizie: la borsa è in ribasso”.

## Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.

Alan Greenspan, usò l'espressione "euforia irrazionale" per descrivere il comportamento degli investitori con quotazioni fuori dalla realtà. Quel giorno i mercati di tutto il mondo, da Francoforte a Tokio, da Hong Kong a New York, persero fra il 3 e il 4%. Le parole di Greenspan sembravano mettere un freno al mercato. Ma nemmeno il Governatore della Banca più importante del mondo può fermare l'andamento delle Borse. Che ripresero a salire e galoppare negli anni successivi con quotazioni, in certi casi, triplicate in pochi anni come accadde con il Nasdaq passato da quota 1.300 (valore del 5 dicembre 1996) fino a 5.100 (marzo 2000) alla faccia di Alan. Un termine, quello di "euforia irrazionale" che diventò anche il messaggio del professore Robert Shiller che dedicò a questo argomento un libro e molte conferenze, diventando famoso per essere stato uno dei pochi economisti che aveva predetto il crollo del 2000 (seppure con qualche annetto di anticipo a essere precisi).



fonte: <http://yahoo.com/>

Tabella 27

Può essere interessante rilevare che dopo lo sboom il Nasdaq è sceso fino a toccare un minimo di 1.108,49 a quasi 4.000 punti dai massimi di due anni e mezzo prima: come dire che si è ritornati al punto di partenza e che dopo qualche anno (si potrà discutere del timing) la profezia di Alan Greenspan si è realizzata. “La psicologia degli investitori ha un impatto importante nel breve periodo ma nel lungo è l’economia che conta” dice adesso Jeremy Siegel.

Ho avuto modo di intervistare in Italia Robert Shiller nel marzo 2004 in Italia per la presentazione del libro “Il nuovo ordine finanziario” (Il Sole 24 Ore Libri). Non ho resistito alla tentazione di chiedere a colui che aveva contribuito più di tutti a denunciare l’esuberanza irrazionale cosa pensava dei mercati e del loro crollo. Questa è stata la sua risposta: *“Nel 2000 il crac è stato procurato da una concatenazione di cause di sopravvalutazione dei prezzi ma anche di isteria collettiva amplificata dai media e dalla psicologia degli investitori. Tutti pensavano di poter diventare ricchi in Borsa. La bolla speculativa che è scoppiata in questi anni era la più grande mai creata sui mercati finanziari dal ‘29 e aveva forse le stesse dimensioni. Il suo scoppio è stato un avvenimento su scala mondiale. E’ durato tre anni e mezzo e ha bruciato, solo negli Usa, un valore equivalente a quello di tutte le case degli americani. Abbiamo assistito a un circolo vizioso dove le fasi di aumento e quelle di calo sono state amplificate da un effetto contagio. Ci vorrà forse una generazione prima che quel clima ritorni. Oggi le condizioni mi sembrano mutate sia dal punto di vista psicologico che dell’economia e i conti delle aziende sono in miglioramento. Ma francamente non trovo generalmente a questi livelli i prezzi particolarmente sottovalutati”.*

Va sottolineato che dal momento dell’intervista l’indice delle Borse mondiali (Msci World) è salito del 34%.

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

### **Le carte degli “imprevisti” e delle “probabilità”.**

Il gioco del Monopoli<sup>8</sup> venne inventato nel 1929 dall'idraulico Charles Darrow quando l'America entrava proprio nella Grande Depressione. Non avendo più la possibilità di passare le vacanze con la moglie ad Atlantic City, Darrow si mise a disegnare sulla tovaglia della cucina le strade che erano soliti percorrere in tempi più favorevoli, divertendosi a ipotizzare di acquistare case nelle zone più belle della città. Un gioco, ha osservato qualcuno, che simulava la filosofia del capitalismo e che consentiva di rifarsi su parenti, amici e mogli svogliate semplicemente lanciando dadi e utilizzando banconote finte. Con lo scopo semplice ma crudele di mandare in bancarotta gli avversari costringendoli a sborsare un sacco di denaro. Quello che è accaduto nelle Borse nel 2000 ha confermato che il contenuto delle carte degli “imprevisti” (un caposaldo del gioco del Monopoli insieme alle “probabilità”) può condizionare pesantemente il destino finanziario dei giocatori: previsioni errate sull' Umts, saturazione del mercato, diminuzione del fatturato per utente, aumento della concorrenza, compressione dei margini, incapacità di generare guadagni dalle iniziative internet, indebitamento eccessivo, acquisizioni a caro prezzo, manager troppo generosi con se stessi, bilanci truccati...

Le dot-com hanno usato i fondi acquisiti facilmente per comprare tecnologia, per pagare i costosi annunci pubblicitari sul Super Bowl e per attrarre clienti offrendo beni e servizi sotto costo; i loro azionisti hanno fatto fortuna se sono riusciti a collocare le azioni nella finestra giusta, arricchendo soprattutto le banche d'affari che li hanno portati in Borsa, costruendo mega-valutazioni e vendendo il sogno. Il mercato si è nutrito di se stesso sulla strada

<sup>8</sup> In Italia il Monopoli nasce nel 1936 quando Emilio Ceretti introduce il primo gioco in scatola. Illuminante la sua storia imprenditoriale. Emilio Ceretti, infatti, era allora un funzionario e consigliere di Arnoldo Mondadori quando ricevette dagli Stati Uniti una lettera in cui la Parker Brothers gli proponeva di acquistare i diritti per la pubblicazione in Italia di un gioco molto in voga oltreoceano: il Monopoli. Ritornandosi un editore di libri e non di giochi Mondadori passò la proposta a Emilio Ceretti che, insieme ad un amico, si mise subito all'opera per lanciare il gioco. Il Monopoli che conosciamo oggi è un adattamento del Monopoli americano alla Milano degli anni '40, una vera e propria mappa della città. Nel gioco classico Viale dei Giardini risulta essere la via più cara proprio perché vi risiedeva Ceretti che già allora pagava un affitto “salato”.



della risalita. I più alti prezzi dei titoli hanno aumentato i consumi e quindi i fatturati delle aziende. Peccato che le vendite e le entrate delle aziende fossero gonfiate dall'ingegneria finanziaria più evoluta applicata a un sentimento antico: l'avidità.

Eppure secondo John Doerr, venture capitalist, l'impennata delle azioni legate a Internet nel 2000 doveva rappresentare il principale atto legale di creazione della ricchezza della storia. E fu così che molti risparmiatori, digiuni dei mercati borsistici e che avevano perso le prime battute, furono attratti da un mercato in rialzo che sembrava garantire profitti a tutti i partecipanti. "Una euforia accompagnata dalla sensazione che le democrazie liberali costruite sul libero mercato avessero definitivamente trionfato come modello di sviluppo internazionale. Sembrava che il mondo intero fosse sulla soglia di una crescita economica senza precedenti, verso cui le imprese americane avevano aperto la strada" ha scritto Jeremy Siegel.

Un'epopea incredibile dove l'argomento fondi comuni aveva trovato anche spazio nelle copertine di Playboy con le playmate del mese pronte a offrire non solo le proprie grazie ma anche consigli sui titoli da comprare. Sembra passata un'eternità, ma solo qualche anno fa una scuola elementare in Florida lanciava una nuova materia di studi chiamata "Ricchezza materiale e mercato azionario". Nel giro di sei mesi il portafoglio tipo dei bambini era cresciuto di un terzo e tutti sognavano di diventare broker. Poi il crollo.

### **Corsi e ricorsi storici. La rivincita della old economy.**

La somiglianza fra i mercati rialzisti degli anni '20 e degli anni '90 si basa perciò sulla convinzione diffusa che i tradizionali sistemi di valutazione erano diventati obsoleti e il ciclo economico... morto. "Il valore netto dei beni di una società - il valore delle fabbriche, dei macchinari e così via - divenne il metro di valutazione tradizionale più disprezzato. Anche la distribuzione dei dividendi, che scivolò fino a un minimo storico dell'1,5%, fu considerata irrilevante. In alcuni momenti anche il rapporto fra prezzo e utile sembrò

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

un elemento di valutazione arcaico. Lo sconto dei futuri flussi di cassa scontati fu utilizzato per giustificare qualsiasi prezzo per le società che accrescevano rapidamente la propria tecnologia.

Alla fine dell'ottobre del 1996 un titolo dell'Investor Business Daily, un quotidiano sul mercato azionario che pubblicava cifre sulla forza relativa delle azioni, pose una domanda e formulò una risposta che irritò poi molte persone: "Sopravvalutate? No, se le azioni continuano a salire" ha ricordato Edward Chancellor nel suo "Un mondo di bolle".

E a confermare la teoria dei corsi e ricorsi storici proprio nelle scorse settimane, precisamente il 4 ottobre 2006, l'indice Dow Jones Industrial Average ha registrato il record storico, superando il picco massimo del gennaio 2000 a 11.851,25 punti.

Certo, sarà vero che nello stesso giorno l'indice più significativo, lo S&P 500, era ancora sotto i massimi del 15% circa mentre il Nasdaq addirittura del 55%. Ed è vero anche che l'indice Dow Jones è costruito in modo discutibile. Molti dei 30 titoli presenti in questo indice, infatti, sono diversi da quelli che componevano il paniere nel periodo del record precedente e quindi non si possono fare veri paragoni. Per la particolare costruzione i titoli inclusi nell'indice Dow Jones sono scelti in modo arbitrario (dalla redazione del Wall Street Journal) e pesati non in base alla capitalizzazione di Borsa ma in base al prezzo, cosicché chi mostra la quotazione più alta, come Boeing, conta 3 volte di più di Microsoft che capitalizza 4 volte tanto.

Ma se si osserva nel dettaglio l'andamento singolo di questo paniere si scopre comunque che dal 14 gennaio 2000 a oggi a mostrare il record di performance è Altria (+215%), la società che controlla Philip Morris e Kraft Foods, mentre ad avere perso di più è il titolo Intel (-60%), che 6 anni fa era considerato il vero "micro-processore" della New Economy. Poco meglio ha fatto la Microsoft di Bill Gates (-51%), mentre la General Motors, in costante crisi, ha perso il 59%. Tra i titoli che invece hanno contribuito a far salire l'indice sono da segnalare Caterpillar (+151%), United Tech (+103%), la già citata Boeing (+86%) ed Exxon Mobil (+57%).

Ma è inutile girarci intorno. Questo primato, pur con tutti i “se” e i “ma”, segna la rivincita della old economy sul sogno (venduto a caro prezzo dalle banche d'affari a milioni di risparmiatori) della new economy. Dopo la bolla speculativa nell'Olanda del 1600, probabilmente la più colossale bolla (e bolla) finanziaria di tutti i tempi. Diverse le lezioni che si possono trarre per rispettare il consiglio numero uno di Jesse Livermore, l'antenato di tutti gli speculatori di Borsa moderni: *“Seguire l'esperienza può farti sbagliare di tanto in tanto. Ma a non seguirla saresti veramente un asino”*. Ecco alcune morali:

1) il massimo dell'indice Dow Jones si è verificato a metà gennaio 2000, poi è iniziata la lunga discesa, ma il massimo dell'indice Nasdaq è stato segnato a fine marzo 2000, oltre 2 mesi dopo. Cosa è accaduto? Che molti risparmiatori, negli Stati Uniti come in tutto il resto del mondo, hanno a un certo punto “switchato”, ovvero fatto il salto della quaglia dai titoli “noiosi” e “vecchi” a quelli della Nuova Era, dalle vecchie gestioni alle nuove, guardando lo specchietto retrovisore. Nell'anno precedente, il 1999, l'indice Nasdaq aveva infatti messo a segno un progresso del +85% che se confrontato con quello dell'indice Dow Jones (+25%) faceva apparire l'investimento nelle vecchie blue chip qualcosa di completamente fuori moda.

*“Secondo i massimi gestori il settore Internet è il più hot del momento”* sintetizzava bene il clima dell'epoca un sondaggio di Business Week. Cosa è successo poi è noto. I mercati si sono sgonfiati e soprattutto chi nella primavera 2000 ha lasciato la strada vecchia per la nuova si è ritrovato spesso con un capitale più che dimezzato. Fra questi anche gestori e investitori di lungo corso che avevano sposato entusiasticamente la “Nuova Era”, rottamando i principi del buon senso e del “value investing” a favore di fantomatici nuovi criteri per valutare le azioni, “perché i vecchi metodi non sono più in sintonia coi tempi”.

*Morale: cambiare sistema, fondo, portafoglio o gestione perché negli ultimi mesi ha deluso per puntare invece su quello più “hot”, dalle performance passate più eclatanti, può essere spesso una stupidata. Nessun mercato sale all'infinito e non esiste nessuna “formula magica” per dominare sempre i mercati. Un sistema di gestione valido e col-*

## **Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.**

*laudato che sotto-performa nel breve può ampiamente recuperare la perdita (drawdown) nel futuro a patto di saper resistere. Altrimenti, l'unico vincitore sicuro da un cambio continuo di "asset" e azioni sarà il vostro broker.*

2) Dal massimo di 11.700 del gennaio 2000 il Dow Jones ha raggiunto un minimo fino a quota 7.200 nell'ottobre 2002. Una discesa di oltre il 40% dai massimi. Nei 4 anni successivi questo gap è stato colmato ricompensando chi, dopo il crollo delle Borse e l'attentato alle Torri Gemelle, ha saputo tenere i nervi saldi. Tutto questo nonostante la presenza di diversi guru ed esperti che disegnavano allora scenari funesti per i mercati azionari (diversi analisti tecnici avevano allora calcolato come punto di approdo imminente del ribasso quota 650 per l'indice Nasdaq e 5.000 per l'indice Dow Jones). Fra i "guru" promossi menzione speciale a quella vecchia volpe di Warren Buffett, il profeta dell'investimento di lungo termine e del "valore". All'apice della bolla sembrava caduto in disgrazia per non aver puntato sui titoli tecnologici con il suo titolo rimasto al palo. Tanto che nel marzo 2000 un quotidiano britannico, The Independent, ironizzò su di lui con un articolo dal sottotitolo: *"Il genio della finanza del XX secolo ha forse superato la data di scadenza?"* Oggi le azioni Berkshire Hathaway valgono più del doppio dell'alba del millennio e hanno fatto felici (e ricchi) i suoi sottoscrittori.

*Morale: in Borsa conta avere disciplina, pazienza e strategia e non essere come delle banderuole al vento che si fanno condizionare da tutti gli spifferi. La regola "Buffett" è fino a oggi una delle poche che ha dimostrato di valere qualcosa: investite solo i soldi che non vi serviranno nei prossimi 20 anni e tenetevi pronti a discese anche superiori al 50%. Altrimenti non frequentate le Borse. Punto.*

3) In un articolo del 1965 su Business Week si poteva leggere: *"Come il miglio in quattro minuti, le barriere psicologiche sono fatte per essere abbattute. E non fa eccezione Wall Street dove il limite "magico" dei 900 punti sul Dow Jones Industrial Average (come i precedenti 600, 700, 800) prima o poi crollerà"*.

Qualche giorno dopo il periodico Time, sullo stesso argomento, scrisse che il

superamento di quota 1.000 *“apparirà nei libri di storia dei prossimi decenni o magari dei prossimi secoli”*. Il Dow Jones riuscì in questa “mitica” impresa nel gennaio 1966 ma la lunga discesa dei mercati e la crisi petrolifera degli anni ‘70 fecero superare in modo stabile quota 1.000 solo nel novembre 1982 (16 anni di apnea!).

Nel marzo del 1999, quando l’indice Dow Jones superò per la prima volta la soglia dei 10.000, Merrill Lynch fece pubblicare un’intera pagina di pubblicità dal titolo: *“Persino quelli che come noi hanno adottato un approccio di lungo termine estremamente disciplinato debbono rilassarsi e gridare ‘evviva’”* E nell’angolo della pagina pubblicitaria, accanto a un grafico delle azioni culminante con la scritta 10.000, appariva a caratteri cubitali la seguente scritta: *“Conquista umana”*. Qualche mese poi di illusoria salita per vedere il mercato scendere a capicollo.

*Morale: raggiungere quote “rotonde” o “psicologiche” per gli indici, come superare nuovi massimi o minimi, viene spesso considerato il segnale di imminenti ed epici rialzi o ribassi da parte soprattutto di alcuni analisti tecnici. Al di là dell’effetto temporaneo (la famosa profezia che si auto-avvera) ai mercati tutte queste “celebrazioni” non sembrano interessare granchè.*

*Riguardo quest’ultimo massimo dell’indice Dow Jones uno strategist newyorkese, Jason Trennert, ha calcolato che l’attesa di oltre sei anni per un nuovo record del Dow è la quinta più lunga mai registrata e afferma che nelle quattro occasioni precedenti si sono avuti due casi di forti aumenti di +25% nei 12 mesi successivi (nel novembre ‘54 e novembre ‘82) e altrettanti di calo del 12,5% degli indici (nel 1972). Come dire che a questo punto, statisticamente parlando, le azioni possono solo salire. Ma anche scendere. Da qui la conferma della bontà della regola inclusa nella morale 2.*

Sale, anzi scende, ora crolla. Fenomenologia delle bolle speculative.

#### **IN SINTESI**

**Euforia e depressioni fanno parte della storia dei mercati finanziari e ciclicamente si ripetono perché si nutrono dell'avidità (di guadagno) e della paura (di perdere) degli stessi investitori. E vengono puntualmente amplificate dai media e dai cosiddetti esperti. E cavalcate abilmente da banche d'affari, reti di vendita e scaltri capitalisti di ventura. Quando tutti pensano di poter diventare ricchi in Borsa meglio diffidare del clima di euforia generale. Per guadagnare in Borsa conta avere disciplina, pazienza e strategia e non essere come delle banderuole al vento che si fanno condizionare dalle mode del momento e dal sentiment comune. Cambiare criterio di valutazione dei titoli solo per giustificare il loro ingiustificabile rialzo dei corsi può rivelarsi un boomerang. La bolla della New Economy e il crac del '29 insegnano.**



# Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

Quanto più sarete disciplinati, tanto meglio farete.  
Quanto più ascolterete i consigli e i rumor,  
più denaro perderete.

David Ryan

Un esercito di migliaia di giornalisti, analisti finanziari, economisti, banchieri d'affari è pronto a commentare qualsiasi dato o pur piccola variazione degli indici su tutti i mezzi in qualsiasi momento: agenzie stampa, internet, tv via cavo, giornali. E' il villaggio dell'informazione globale. Serve veramente tutta questa informazione? C'è da fidarsi? E' necessario vivere in simbiosi con i mercati per capirli? Forse no, a dar retta a George Soros<sup>1</sup>, l'uomo considerato il più grande speculatore dello scorso decennio (celebre per aver speculato sulla sterlina, guadagnando un miliardo di dollari in un sol giorno nel 1992): "nel breve periodo i mercati si sbagliano sempre". O per dirla con Warren Buffett "se il Governatore Alan Greenspan mi sussurrasse anticipatamente le sue decisioni di politica monetaria, non cambierei di una virgola i miei investimenti". Di certo, come abbiamo visto nei capitoli precedenti, tutti questi stimoli un risultato sicuro lo raggiungono: un incremento vorticoso ed esponenziale dell'operatività per la felicità dei broker. Più discutibili risultano gli effetti per molti risparmiatori. *"L'intensificazione delle notizie economiche e finanziarie crea*

<sup>1</sup> Sulla vita e il pensiero di Soros l'editore "Ponte alle Grazie" ha tradotto due libri molto interessanti: "L'alchimia della Finanza" e soprattutto "Soros su Soros".



*un aumento nella domanda di titoli azionari proprio come avviene con la pubblicità relativa ai beni di consumo che familiarizza la gente con il prodotto, le ricorda le possibilità di scelta e da ultimo la spinge a comperare”* sintetizza Robert Shiller.

Gli eventi esterni sono infiniti e il cervello rischia di farsi permeare da tutti questi stimoli (fluttuazioni intra-day dei mercati, notizie finanziarie, notizie economico-politiche, opinioni degli amici, influenza della stampa specializzata e non, forum di Borsa). Una marea di input, spesso anche contrastanti tra loro, che si rivoltano contro il risparmiatore che vuole troppo informarsi con il risultato di confonderlo senza dargli la certezza su quale posizione prendere. E finisce così per assumere una decisione sull'onda dell'emotività, accodandosi al “parco buoi” e commettendo i classici errori-tipo dell'investitore (*comprare ai massimi; vendere ai minimi; mantenere in portafoglio i titoli peggiori perché non si vuole vendere in perdita; liquidare i titoli migliori perché sono in profitto; spaventarsi in caso di ribasso e correre a vendere quasi tutto; incrementare al massimo la propria esposizione quando tutti parlano bene della Borsa o di un titolo; concentrare le proprie posizioni su pochissimi titoli*), operando senza una vera strategia di base. Nel suo libro dedicato alla psicologia di Borsa, Stefano Calamita cita due ricerche importanti (Slovic 1969; Fleissner e Barman 1972) riguardo le informazioni veramente importanti utilizzate dai traders di successo. Il risultato? Degli innumerevoli fattori esaminati (indicatori di analisi fondamentale, tecnica, macroeconomica, dividendi...) alla luce di un'analisi più precisa ex-post i dati veramente importanti non si contano nemmeno sulle dita di una mano.

“Quando le informazioni sull'argomento risultano abbondanti non migliora la capacità analitica, anche se la continua ricerca di nuove informazioni aumenta notevolmente la fiducia di far bene”.

Di fronte al bombardamento delle informazioni a carattere continuo la nostra mente può essere più facilmente ingannata. Occorrerebbe invece concentrarsi su poche informazioni, ritenute importanti, tralasciando le altre. L'ennesima constatazione che le teorie più semplici (anche in Borsa) sono quelle più efficaci.

## Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

### **Cane non mangia cane.**

Come abbiamo visto nei capitoli precedenti i mezzi di comunicazione formano attivamente l'attenzione del pubblico e le categorie del pensiero e creano l'ambiente in cui si verificano gli avvenimenti del mercato azionario. C'è da fidarsi? Meglio non mettere la mano sul fuoco. Diverse ricerche confermano il ruolo poco neutrale dei media che tendono a descrivere in modo esasperato gli avvenimenti, contribuendo spesso a mettere non poca benzina sul fuoco alimentando così l'euforia nelle fasi di rialzo e la depressione nelle fasi di ribasso. Tanto che secondo Shiller le bolle speculative sono apparse in contemporanea con i giornali. Un ruolo spesso poco distaccato poiché eventi significativi sul mercato "si verificano solamente se esiste un modo di pensare comune fra gruppi di persone e i mezzi di comunicazione rappresentano veicoli essenziali di diffusione delle idee". L'accusa di Shiller è quindi quella che i giornali alimentino l'informazione finanziaria, ma spesso senza grande approfondimento sui fatti più interessanti, più attratti dal colore, dalle posizioni estreme, dalle previsioni sulle prospettive di mercato, dalla citazione acritica di aneddoti e storielle, preferendo opinioni superficiali ad analisi approfondite. Il risultato di questo ruolo dei media è così spesso quello di propagare i movimenti speculativi dei mercati nel tentativo di catturare l'interesse del pubblico. Alimentando le bolle speculative al rialzo (a cui fa da contraltare un atteggiamento disfattista nelle fasi di forte discesa) e creando così il mito della "ricchezza facile" (sotto l'influenza di inserzionisti interessati come banche, società in via di collocamento...) o, al contrario, a buoi (e tori) scappati proclamando la fine dell'Era delle azioni<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Celebre in proposito una copertina di Business Week del 1982 con una storia intitolata "La morte delle azioni". L'indice Dow Jones Industrial Average era allora a quota 700 punti: un livello che 4 anni dopo, nel 1986, era già stato abbondantemente sopravanzato con arrivo a 2.700 (oggi il Dj vale circa 12.000 punti). In Italia si può ricordare in proposito che a partire dal marzo del 1974 l'orso falciò le quotazioni di Piazza Affari del 63% con un periodo di ribasso lungo 33 mesi e che trovò il suo punto di minimo nel dicembre 1977. L'indice Comit arrivò nel momento peggiore a circa 55 (nella primavera del 1974 era arrivato sopra quota 150) ed è curioso osservare che anche allora proprio negli ultimi mesi con il ribasso finale cresceva il partito dei pessimisti a oltranza. Corsi e ricorsi storici. Nell'inverno del 1977, in prossimità di quelli che si rivelarono poi i minimi, si potevano così leggere su "La Repubblica" le analisi di un noto giornalista economico finanziario italiano che scrisse un memorabile articolo sulla fine di Piazza Affari ridotta a un "catino" e sulla Fiat vicina a portare i libri in tribunale con i "piazzi pieni di auto invendute". Un buon esempio di come spesso adottare una strategia "contrarian" (comprare sulla depressione e vendere sull'euforia) possa dimostrarsi vincente. Lo stesso indice Comit da quel minimo a quo-

*“I titoli dei giornali rispecchiano la costante attenzione dei mezzi di comunicazione verso pseudo-notizie sensazionalistiche e verso le opinioni delle celebrità circa il livello dei corsi dei mercati. Spinti come sono dall'accaparramento di lettori, ascoltatori e spettatori, i mezzi di comunicazione tendono ad essere superficiali e quindi a incoraggiare idee sbagliate circa il mercato. Dai loro resoconti (condizionati dalla pubblicità e dal compenso che viene loro offerto) emerge una sorta di buon senso convenzionale che sottolinea l'apparente curabilità dei titoli. E il pubblico ha imparato ad accettare questo buon senso convenzionale che, dal mio punto di vista, è solo superficiale”* sintetizza Shiller.

Ma i giornali d'informazione e gli addetti ai lavori, come gli analisti, non dovrebbero svolgere un ruolo di “mastini”? Nella maggior parte dei casi (le eccezioni le contiamo sulle dita di una mano) è più corretta l'immagine del chihuahua. Vasi di coccio fra vasi di ferro. Non sempre per pavidità e scarso senso critico di chi svolge questa professione ma soprattutto per quel conflitto d'interesse globale che avvolge tutto il settore. E che negare appare sempre più difficile. Se siete dei giornalisti potete parlare male dei principali inserzionisti? Delle aziende del vostro datore di lavoro? E di quelle dei suoi amici? Di chi vi invita gratis spesso in giro per l'Italia o nel mondo offrendovi il “tutto pagato” oltre che regali importanti a Natale?

Viene spontaneo ricordare in proposito il grande Indro Montanelli che rifiutò la carica di senatore a vita. “Se prendi troppi caffè con un politico diventi un politico a tua volta” la sua obiezione fondata sulla necessità di non frequentare troppo chi dovresti raccontare e giudicare in modo imparziale.

Gli stessi giornalisti più coraggiosi ammettono la distorsione e il gioco perverso. Prima Comunicazione, il mensile del mondo dei media, ha affrontato l'argomento in piena crisi dei mercati azionari nel numero in edicola del febbraio 2002 e vale la pena sintetizzare quello che si dice sulla categoria dei giornalisti finanziari in una rubrica firmata da Smile, uno pseudonimo dietro il

ta 55 è poi sempre risalito, raggiungendo un livello attuale di 1958 punti. Tenendo conto dei dividendi distribuiti (indice Comit Performance) investire controcorrente in quella fase di “fine delle azioni” (come veniva definita da molti esperti) a Piazza Affari avrebbe significato a fine ottobre 2006 moltiplicare per 14,8 volte l'investimento iniziale (considerando anche l'inflazione calcolata dall'Istat).

## Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

quale si nasconde (*vox populi*) il pensiero di Lorenzo Pelliccioli, uno dei manager italiani più famosi del settore editoriale<sup>3</sup>. Una lucida analisi che non ha destato scandalo fra gli addetti ai lavori (nessuna vibrata protesta nei mesi successivi, per intenderci) ma rappresenta un punto di vista autorevole (espresso a nome della rivista) che non tutti i risparmiatori conoscono così bene: *“In un sistema chiuso con pochi interlocutori e con poca rotazione la notizia è un do ut des, devi conquistarti la fiducia di qualcuno che sta nell’Inner Circle garantendogli affidabilità, cioè usando la notizia quando sei autorizzato a usarla, spesso rendendoti strumento di qualche operazione. Tradire la fiducia prosciuga la fonte delle notizie e si fa solo se la fonte è in disgrazia (vedi il caso Bipop, ndr), cosa rara in un sistema ingessato come quello sopra descritto. Inoltre un sistema intrecciato e poco aperto come quello italiano suggerisce una gerarchia delle notizie molto particolare. L’oggettività dei dati che dovrebbe essere la sostanza dell’informazione economica passa in second’ordine. Conta molto di più la soap opera dei rapporti interpersonali, degli incontri segreti, delle antipatie e simpatie. E’ più importante sapere cosa è successo tra quei due in quel comitato che analizzare a fondo i risultati dell’ultimo trimestre. Questo lavoro lo si lascia fare agli analisti delle banche d’affari riportandone senza alcuna analisi critica i giudizi, salvo poi criticarli quando, come spesso accade, sbagliano”*.

L’analisi di Smile suddivide in sei categorie i giornalisti economici: gli indipendenti, i professori-commentatori, i vecchi tromboni, i quarantenni, i giovani rampanti e i peones senza speranza. C’è certo qualche spiraglio di speranza secondo l’autore (“i giornalisti economici mi sembrano meglio del mondo che devono raccontare”) ma il panorama non sembra esaltante così condizionato da un sistema padronale “dove i giornali economici che contano sono rispettivamente proprietà della Confindustria (Il Sole 24 Ore), dei proprietari di circa la metà del Mib30 banche comprese o di circa due terzi del

<sup>3</sup> Nel settembre 2001 Lorenzo Pelliccioli aveva rassegnato le dimissioni da Presidente e Amministratore Delegato di Seat Pagine Gialle dopo aver contribuito (incassando una stock option stimata in 168 miliardi di lire), con un gruppo di investitori guidati dalla famiglia De Agostini, a far decuplicare in pochi anni il valore di questa società fra le protagoniste borsistiche della breve stagione della New Economy all’italiana. Una società che venne rilevata nel 2000 da Telecom Italia e poi dal gruppo Pirelli: attualmente Pelliccioli è amministratore delegato di De Agostini S.p.A.

Mib30 banche escluse (Corriere della Sera, Il Mondo); di De Benedetti (gruppo Espresso-Repubblica), di Berlusconi (Panorama), della Fiat (La Stampa), di un indipendente (Milano Finanza)”. Una situazione che ha spinto Luigi Spaventa, ex Presidente della Consob, ad osservare che “la struttura proprietaria della quasi totalità dei mezzi di comunicazione, e in particolare della stampa, non offre l’ambiente ideale per l’elaborazione di analisi indipendenti”.

Ma il conflitto d’interesse esiste anche nel mondo dei media, al di là dei rapporti “incestuosi” della proprietà. Come stupirsi se le entrate di un giornale finanziario possono dipendere per oltre il 70% dagli introiti pubblicitari? Il solito Robert Shiller coglie nel segno ed evidenzia che il problema non è solo italiano (per quanto in Italia il problema è acuito dal fatto che i grandi giornali di opinione siano posseduti da gruppi finanziari quotati) ma di tutto il mondo dei media verso la Borsa: *“Al contrario, i titoli dei giornali rispecchiano la costante attenzione dei mezzi di comunicazione verso pseudo-notizie sensazionalistiche e verso le opinioni delle celebrità circa il livello dei corsi dei mercati. Spinti come al solito dall’accaparramento di lettori, ascoltatori e spettatori, i mezzi di comunicazione tendono a essere superficiali e quindi a incoraggiare idee sbagliate circa il mercato. Dai loro resoconti emerge una sorta di buon senso convenzionale che sottolinea l’apparente curabilità dei titoli. E il pubblico ha imparato ad accettare questo buon senso convenzionale che, dal mio punto di vista, è solo superficiale. Per essere corretto nei confronti dei professionisti di Wall Street, il cui punto di vista compare nei mass media, dobbiamo dire che è difficile per loro correggere tale approccio poiché sono condizionati dalla pubblicità e dal compenso che viene loro offerto”*.

Insomma, chi paga ha sempre ragione. E i big spender (società di telecomunicazioni, grandi banche, intermediari...), i grandi inserzionisti pubblicitari, in Italia ben conoscono questo detto. Come saggiamente ha scritto l’illustre opinionista di Prima Comunicazione le analisi critiche impietose (“*Tra-dire la fiducia prosciuga la fonte delle notizie e si fa solo se la fonte è in disgrazia*”) si fanno solo col latte versato (vedi il caso Parmalat...!) o se il gruppo quotato è considerato nemico od ostile all’editore di riferimento.

Tornando all’argomento di un’informazione finanziaria italiana condizionata

## Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

dal potere economico basta osservare il Corriere della Sera che ha dovuto aspettare che la Fiat bruciasse tutti i soldi raccolti con l'ultimo aumento di capitale nel 2002 e la richiesta di dichiarazione dello stato di crisi del Lingotto (per chiedere aiuti allo Stato e scaricare sulla collettività gli errori commessi dagli Agnelli e dal management in questi anni) prima che Alessandro Penati (una delle migliori penne in circolazione) potesse pubblicare a fine ottobre 2002 un'analisi impietosa ma obiettiva sullo stato del gruppo. Peccato che nel frattempo molti risparmiatori fossero rimasti stritolati dal gioco. Nelle settimane precedenti il gruppo Fiat, inoltre, aveva acquistato con un'opa da quattro soldi il 100% delle azioni della Rinascente<sup>4</sup> per poi rivenderla successivamente a un prezzo moltiplicato, con pochissimi grandi giornali italiani disposti a criticare apertamente l'operazione di beffa nei confronti dei risparmiatori.

Mentre gli Agnelli e il management chiedevano lo stato di crisi per le loro aziende (per ottenere l'intervento pubblico) nello stesso tempo si indebitavano ulteriormente per togliere dal mercato una società quotata (La Rinascente) a un prezzo scandalosamente basso per realizzare una speculazione (ma fa più chic dire "operazione finanziaria") a danno dei piccoli risparmiatori. Manovra che se fosse stata realizzata da qualsiasi oscuro imprenditore sicuramente avrebbe raccolto lo scandalo del mondo editoriale italiano con inchieste-denuncia dedicate. C'è la concorrenza, certo. Ma di giornali fuori dal coro, di grande diffusione (e con ricchi sponsor che acquistano spazi pubblicitari anche se si parla male di loro) non se ne contano molti.

D'altra parte lo stesso gruppo De Benedetti avrebbe conquistato comunque uno spazio e una credibilità da "re di denari" se non avesse puntato anche sul-

<sup>4</sup> Nell'autunno 2002 il gruppo La Rinascente lanciava un'Opa sul titolo con lo slogan pubblicato sui giornali: "Di questi tempi una borsa che conviene". Un'offerta pubblica di acquisto che ci spinse come Borsa Expert a evidenziare, quasi in solitario rispetto ai media dell'epoca, come con quest'operazione La Rinascente poteva procedere a portare avanti il piano di ristrutturazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare tramite anche un possibile spin off (le attività immobiliari vengono scorporate in una nuova società che potrà essere ceduta in tutto o in parte) e la successiva vendita della parte distributiva. "In pratica la creazione di valore del gruppo Rinascente si preferisce attuarla con gli azionisti di minoranza messi alla porta in modo da incamerare tutto il capital gain futuro. E intanto gli Analisti e i Gestori con la maiuscola stanno a guardare: un altro esempio di come funziona il mercato (dei poteri forti) dove la Borsa viene trasformata in una borsa". Un'ipotesi che si è puntualmente verificata con la successiva vendita a "pezzi" di questa società che ha fruttato agli Agnelli un incasso moltiplicato rispetto a quello pagato agli azionisti di minoranza.

l'editoria, diventando prima il "mecenate" e poi l'azionista di maggioranza del gruppo fondato da Eugenio Scalfari? Inutile girarci intorno, la "real politik" di De Benedetti si è rivelata vincente. E recentemente anche i Benetton, dopo aver perso il controllo del Gazzettino, hanno pensato, nonostante il potere finanziario acquisito, di mettere qualche risparmio (circa 150 milioni di euro per il 5% del capitale) in quel salotto buono del gruppo RCS<sup>5</sup> che controlla il Corriere della Sera.

"I primi a non fidarsi dei giornalisti sono gli stessi giornalisti" ammette Piero Sansonetti, direttore di Liberazione, sintetizzando il pensiero vero della categoria. E la data ufficiale del peccato originale fra potere economico e media si studia pure all'esame per diventare giornalisti professionisti. Il primo quotidiano nazionale a dedicare uno spazio all'economia è, infatti, "Il Giorno" nel 1956, una testata di proprietà dell'Eni guidata da un certo Enrico Mattei. L'obiettivo evidente del tempo era avere uno strumento di potere per condizionare l'opinione pubblica e il Palazzo.

Insomma, nel campo dei media siamo lontani dall'immagine di Humprey Bogart, all'apice della carriera nel film "L'ultima minaccia"<sup>6</sup> del 1952. Un grande film sul giornalismo come contropotere dove il direttore senza paura, impersonato da Bogart, non si fa condizionare dal potente di turno che vuole bloccare una notizia che lo riguarda. E dove risponde con una delle battute ci-

<sup>5</sup> Il patto di sindacato del gruppo RCS è l'attuale salotto "buono" del capitalismo italiano. Per entrarci occorre essere graditi all'establishment e mettere sul tavolo centinaia di milioni di euro. Ma la redditività del gruppo in questi anni è sempre stata al di sotto della media nonostante un azionariato che ha sempre rappresentato il gotha dell'imprenditoria italiana. Attualmente il 63,527% del capitale ordinario di Rcs MediaGroup è controllato da un Patto di sindacato di blocco e consultazione siglato tra i suoi maggiori azionisti: Mediobanca (13,257%), Fiat (10,291%), famiglia Pesenti (7,07%), Salvatore Ligresti (5,05%), gruppo Pirelli rappresentato da Marco Tronchetti Provera (4,80%), Banca Intesa rappresentata da Corrado Passera (4,76%), Capitalia rappresentata da Cesare Geronzi (2,02%) e altri con quote minori (Luigi Lucchini, Francesco Merloni, Gemina a citarne alcuni). Dopo la deludente gestione Romiti è arrivato al comando Vittorio Colao come amministratore delegato che però si è dimesso dopo meno di 2 anni di gestione causa divergenze con la proprietà. E ora Antonello Perricone, l'uomo nuovo, l'a.d. a cui è affidato il compito di rilanciare questo gruppo che ha subito anche l'assalto del finanziere Stefano Ricucci, poi arrestato nell'aprile 2006 con le accuse di agiotaggio, rivelazione di segreto d'ufficio, false fatturazioni e occultamento di scritture contabili.

<sup>6</sup> Il regista Brooks si ispira a un fatto realmente accaduto: la chiusura del "New York World" dopo la morte di Joseph Pulitzer. In italiano il film è intitolato "L'ultima minaccia" ma l'originario *Deadline* è più evocativo. Nel gergo giornalistico indica il termine di chiusura del giornale che deve andare in stampa. Nella versione inglese, il gangster si chiama Rienz: la traduzione italiana, lo trasforma in Rodzich e diventa originario dell'Europa dell'Est. I potenti italiani non minacciano i direttori dei giornali...

## Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

nematografiche più celebri sul mondo del giornalismo: *“Senti il rumore delle rotative? Stanno marciando. E’ la stampa, bellezza. E non puoi farci niente!”*.

Nonostante questo clima non idilliaco del sistema del potere e dei media italiani esistono comunque bravissimi giornalisti finanziari (e direttori capaci di rintuzzare buona parte dei condizionamenti inevitabilmente presenti) anche in Italia. Dal Corsera a Repubblica, da Milano Finanza a L’Espresso per citare solo i media del settore più influenti. Magari non sempre i bravi cronisti potranno scrivere di tutto o criticare determinati eventi (duro parlar male del padrone o dei suoi soci); s’insinua così anche una forma di auto-censura e di omissione su alcuni fatti o personaggi che indicano una deriva del “quarto potere”<sup>7</sup> che gli stessi giornalisti ammettono e vorrebbero combattere a penne non “spuntate” o “telecomandate”. In ogni caso, fatte tutte queste necessarie tare, il consiglio è di leggere più giornali (e visitare anche i siti internet indipendenti) per incrociare le notizie e selezionare le fonti più autorevoli. Se si è dotati di una mente critica è possibile, dopo aver letto il parere di tutti e distinto fra fatti e opinioni interessate, farsi una propria idea. Libera e indipendente.

Di grande spessore le parole di Peter R. Kann, giornalista vincitore del Premio Pulitzer e Presidente di Dow Jones & Co. (editore fra l’altro di The Wall Street Journal) sulla professione del giornalista finanziario nella prefazione alla nuova iniziativa editoriale di Milano Finanza di ripubblicare gli editoriali del direttore nella rubrica “Orsi & Tori” a firma dell’editore e direttore

<sup>7</sup> Nel libro “La morale dei giornalisti” di Claude-Jean Bertrand con Chiara Di Martino e Salvatore Sica (Franco Angeli Editore) si parla della deontologia nei media, evidenziando anche alcuni limiti del “caso” italiano. E’ di inizio novembre 2006 il caso deontologico sollevato da Franco Abruzzo, presidente dell’Ordine dei Giornalisti della Lombardia, che ha scritto (via Internet) ai direttori di quotidiani, periodici, giornali radio e siti web per dissuaderli dall’inviare giornalisti alla presentazione della trimestrale di Azimut, società di gestione del risparmio (quotata in Borsa) che si è tenuta a Dubai. Un invito di questa società per parlare anche della loro visione dei mercati (non sappiamo se compresi quelli medio-orientali vista la sede prescelta) dove oltre al giornalista è stato invitato per un fine settimana lungo (e naturalmente tutto speso) anche un accompagnatore: *“La tua partecipazione ci farebbe enormemente piacere. Nel caso ti fosse impossibile partecipare, ti chiediamo di girare l’invito a un collaboratore della tua area. In attesa di risposta, ti saluto caramente”* il senso dell’invito. Un tipico esempio di “viaggio-merenda” dove è difficile immaginare che un giornalista finanziario partecipante possa poi parlare eventualmente male di questa società: *“Non c’è più solo il rischio della marchetta – osserva Franco Abruzzo – Può essere un’informazione apocalittica, ma il vero fine dei mezzi di comunicazione non è più quello di informare il cittadino, ma formare il perfetto consumatore. I padroni del vapore stanno così trasformando la professione giornalistica. Nelle redazioni si preferiscono bravi ‘impiegati’ facilmente assoggettabili alla logica mercantile che ha preso il sopravvento sull’informazione”*.



Paolo Panerai, fra le penne in Italia più “acuminate” del settore: *“Onestà. Integrità. Indipendenza. Questi sono valori essenziali per qualsiasi tipo di giornalismo di qualità, ma sono ancora più essenziali quando si parla di giornalismo economico e finanziario. A differenza della copertura giornalistica dello sport o di quel particolare sport che è la politica, il modo con cui si coprono gli eventi dell’economia e della finanza può avere un impatto realmente diretto sulle economie, sull’andamento dei mercati, sul futuro delle società e sulle decisioni degli investitori privati. Quando si parla di giornalismo economico e finanziario la verità porta con sé delle conseguenze. E la ricerca della verità è più facile da predicare che da praticare. Per moltissimi giornalisti la via più semplice è quella di confezionare la copertura delle notizie e dei commenti con la stoffa in quel momento più alla moda, di permettere a se stessi di farsi sedurre dagli ordini del giorno dei ricchi e dei potenti, o più semplicemente seguire la corrente, alla ricerca della popolarità giornalistica. La vera indipendenza giornalistica richiede un impegno e talvolta un coraggio che si trovano raramente, anche in una società come la mia, dove la libertà di stampa è garantita dalla Costituzione e dove esiste una lunga tradizione di giornali indipendenti dalla proprietà di concentrazioni industriali e di titani del mondo degli affari. E immagino quanto più duro possa essere ottenere questa indipendenza in società dove queste protezioni e tradizioni non sono presenti”*.

### **Quegli articoli fotocopia...**

Sulla bandiera italiana dovrebbe esserci la scritta: “tengo famiglia” sosteneva Ennio Flaiano. E voleremmo troppo alto se non riportassimo ancora alcune delle accuse principali che si fanno al giornalismo finanziario italiano di essere troppo dipendente dagli inserzionisti principali (banche, società di gestione, assicurazioni...). E che trovano nel documentato professore Beppe Scienza il principale censore<sup>8</sup>:

<sup>8</sup> Ne “Il risparmio tradito” (Cortina Editore) Beppe Scienza denuncia diverse “mostruosità” giornalistiche che puntualmente aggiorna sul suo sito [www.beppecienza.it](http://www.beppecienza.it), evidenziando gli svarioni dei giornalisti finanziari che, sotto l’aspetto di un’informazione di servizio, possono nascondere vere e proprie “marchette” degli inserzionisti o informazioni inattendibili.

## Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

*“La prima stortura del giornalismo economico italiano è quella di non dare voce a esperti indipendenti o ad associazioni di consumatori, bensì a banche, assicurazioni, reti di vendita porta a porta, fondi comuni, agenti immobiliari, case d'asta ecc. Cioè a quegli stessi soggetti che comprano spazi pubblicitari sui giornali. In particolare le pagine dedicate al risparmio traboccano di interviste ai responsabili delle società di gestione o, meglio ancora, ai loro direttori commerciali. Ovviamente quanto costoro dicono dei propri prodotti è sempre positivo e chi li intervista si guarda bene dal sollevare obiezioni. Anzi, chiamarle interviste è esagerato: in realtà vengono semplicemente riportate le loro dichiarazioni tra virgolette e spesso mescolate al testo dell'articolo”.* E' possibile contestare in toto questa visione “pessimista” di Scienza? Francamente no. Perché mostra di conoscere il “peccato originale” di buona parte dei giornali del settore: *“Valutare autonomamente l'operato di un gestore sarebbe compito della stampa. Peccato che i redattori economici trovino più comodo pubblicare tabelle, analisi e commenti forniti dagli stessi fondi comuni o da società ad essi collegate”.* Non succede sempre ma purtroppo capita.

A conclusioni simili è arrivato anche uno studio sull'informazione finanziaria promosso dalla milanese Associazione Interessi Metropolitan (Aim) osserva Scienza. A commento agli articoli sui fondi comuni apparsi sui quotidiani scrive, infatti, che “appaiono significativi il ridotto volume informativo e la tendenza a riprendere dati e fonti ufficiali senza intervento particolare dei giornalisti”. Dello stesso tenore è pure il commento di due studiosi della Consob sull'atteggiamento connivente dei giornalisti italiani nell'informare i lettori sulle obbligazioni rifilate dalle banche ai propri clienti.

Una serie di accuse spesso documentate che denunciano il mal vezzo dei giornali italiani di appoggiarsi spesso troppo acriticamente<sup>9</sup> ai comunicati ela-

<sup>9</sup> Sul tema dell'informazione finanziaria il professor Beppe Scienza mi ha segnalato una tesi di laurea dal titolo “La mancata tutela del risparmiatore nell'informazione finanziaria. I casi de il Mondo e di Milano Finanza” redatta da Giacomo Barzaghi, laureatosi recentemente a Padova in Scienze della Comunicazione. Si mettono in evidenza carenze, colpe e piaggerie del giornalismo economico italiano ma anche di docenti universitari citati nella tesi. Relatore della tesi di laurea è Raffaele Fiengo, noto nel settore per la sua attività di rappresentante sindacale dei giornalisti del Corriere della Sera. Sul sito di Beppe Scienza all'indirizzo <http://www.dm.unito.it/personalpages/scienza/tesi-Barzaghi.htm> è possibile scaricare l'intero elaborato che, seppure contenga alcune ingenuità e imprecisioni, offre uno squarcio interessante.

## CAPITOLO 8

borati dagli uffici stampa delle società del settore. *“Prendiamo, infatti, un redattore che debba scrivere su un prodotto finanziario assicurativo: un’obbligazione, una polizza vita, ecc. Ammettiamo che abbia una fretta nera o magari non sia laureato in economia o matematica, ma in lettere o lingue (entrambe situazioni non rare nelle testate italiane). E’ logico che trovi comodo ricorrere alla prassi che segue:*

- 1° si chiede una descrizione del prodotto a chi lo vende;*
- 2° la si riduce, se troppo lunga;*
- 3° si aggiunge la propria firma e la si pubblica.*

*In tal modo fornirà un pessimo servizio ai lettori, ma un ottimo servizio alla società interessata”.*

Generalizzare non è mai giusto ed è corretto dire, secondo la mia visione ed esperienza, che negli stessi giornali economici e finanziari italiani si possono trovare a distanza di poche pagine articoli ricchi di spunti anche critici (poche volte in verità sui gruppi più potenti e in auge) ma anche vere e proprie “marchette” (così si definiscono nel settore gli articoli filo-pubblicitari occultati da pseudo-informazione). Ma la denuncia del professor Beppe Scienza va tenuta in considerazione nell’analisi dei media (non solo italiani in verità) richiedendo perciò al lettore una conoscenza globale dei mercati, dei meccanismi finanziari e una capacità critica superiore talvolta a quella di chi redige l’articolo. La peggiore cosa per un risparmiatore è quindi non farsi un’opinione propria, delegando totalmente a qualcuno la lettura della realtà.

Un approccio critico che il lettore di giornali e notizie finanziarie dovrebbe avere costantemente non solo nella lettura degli articoli riguardanti il risparmio gestito ma anche (come si è visto in parte già nei capitoli precedenti) nella lettura delle pagine finanziarie dove viene illustrato l’andamento delle società quotate, le prospettive e il giudizio degli analisti e degli esperti del settore.

Una tendenza, quella di sposare “acriticamente” le fonti da parte di diversi

## **Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.**

giornalisti, che si denota anche nella pubblicazione dei risultati trimestrali e del bilancio di numerose società quotate dove il compito del redattore sembra spesso quello di ripubblicare il comunicato stampa fornito dalla società di pubbliche relazioni della società piuttosto che fornire un'informazione obiettiva e critica (classico esempio di questo tipo di giornalismo "taglia e cuci" titoli del tipo "Alitalia riduce le perdite" invece che scrivere più correttamente "Alitalia continua a perdere soldi!").

*"Attenzione ai titoli dei giornali – ammonisce Guido Bellosta, analista fondamentale di lungo corso, firma storica del LombardReport.com - gli utili spesso strombazzati sono spesso dovuti a componenti straordinarie. Si mostrano percentuali di incremento degli utili stratosferici per poi scoprire che sono utili straordinari, non ripetibili. Occorre per una società valutare la capacità reddituale che non tiene conto delle componenti straordinarie, facendo una lettura critica dei comunicati stampa che non dovrebbero essere ripubblicati dai giornali come oro colato".*

Viene in mente in proposito una frase del solito commediografo George Bernard Shaw: *"Esistono cinque categorie di bugie; la bugia semplice, le previsioni del tempo, la statistica, la bugia diplomatica e il comunicato ufficiale".*

Si potrebbe fornire una rassegna di esempi di questo tipo pubblicati negli ultimi anni acriticamente da quasi tutti i giornali (il comunicato stampa fornito dalle società quotate sui dati pubblicati, soprattutto se negativi, è spesso uno degli esempi più incredibili di "pensiero positivo" o per meglio dire di manipolazione dell'informazione) ma, per carità di patria (e carenza di spazio), forse è meglio soprassedere in questa sede.

## **Non accettare dritte dagli sconosciuti (ma anche dalle persone che conosci).**

"Mi hanno parlato di una possibile Opa su Coin, voi che cosa ne pensate?". Era il settembre 2002 quando un nostro abbonato ci chiedeva la fondatezza di questa voce e se valeva la pena scommettere sopra qualche spicciolo col titolo intorno ai 4 euro. Una voce segnalata anche da altri nostri clienti. Scet-

tica allora la nostra risposta visto che questa voce girava da molti mesi e che i conti di Coin andavano piuttosto male, col titolo che 2 anni prima valeva quasi 12 euro per azione.

Nonostante queste voci “rialziste”, nelle settimane successive, curiosamente, il titolo precipitava fino a un minimo di 2 euro. Poi nel maggio 2005 (con qualche anno di ritardo rispetto alla voce di operazione “imminente” della Borsa) finalmente l’opa lanciata dalla Bellini Investment (un fondo di private equity riconducibile al gruppo Pai) al prezzo di 2,42 euro. Per chi si era fidato della “dritta” per specularci sopra il risultato fu una sonora perdita del 40%. Uno strano effetto per un titolo in odore di Opa e il sospetto di un bel trabocchetto, tirato da qualcuno a 4 euro per scaricarsi delle azioni.

Quello che è accaduto a Coin in realtà è uno schema ricorrente che merita qualche riflessione. Sulle voci e sui movimenti poco spiegabili di molti titoli quotati a Piazza Affari che si rivelano spesso delle “sole” nonostante voci allettanti. E nonostante report di prestigiose banche d’affari più che positivi o articoli incensanti pubblicati sulla stampa che annunciano imminenti operazioni straordinarie o incredibili accordi. O con qualche amico “ben informato” che (bontà sua) ci passa la notizia che ci renderà ricchi semplicemente acquistando subito i titoli in questione prima dell’annuncio dell’operazione. C’è da fidarsi di queste dritte? Si potrebbe rispondere che esiste prima di tutto un problema legale e da quando è in vigore la disciplina dell’insider trading<sup>10</sup> è severamente proibito dalla legge italiana utilizzare notizie riservate di Borsa pena severe sanzioni penali (le pene previste sono la reclusione fino a due anni e la multa da 10 euro a 309.000 euro).

<sup>10</sup> Il reato di insider trading, mutuato dal diritto anglosassone, consiste nell’uso indebito, nelle operazioni di Borsa, di informazioni riservate ottenute “in ragione della partecipazione al capitale di una società, ovvero dell’esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio”, come dispone la legge 17 maggio 1991, n. 157, successivamente modificato dall’art. 180 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. La definizione di abuso di mercato (“market abuse”) è generale e sufficientemente flessibile da poter mantenere la sua validità nel tempo. Si ha abuso di mercato quando gli investitori subiscono, direttamente o indirettamente, le conseguenze sfavorevoli del comportamento di altri soggetti che: hanno approfittato di informazioni confidenziali (insider trading), hanno falsato il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari, hanno divulgato informazioni false o ingannevoli. Comportamenti di questo tipo possono in effetti violare il principio generale secondo cui tutti gli investitori devono operare in condizioni di parità.

## Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

Ma esiste (a leggere i forum di Borsa) un largo pubblico di speculatori che ritiene questo reato un incentivo forse a perseguirlo, non realizzando appieno che Piazza Affari è terreno di incontro non solo di orsi e tori ma anche di “bufale”. Notizie prive spesso di ogni fondamento propagate ad arte per scaricare partite di titoli con quotazioni al rialzo. Non è certo facile distinguere fra “rumors” veri e tranelli, isolando dalla cortina fumogena di notizie e dati interessati messi in giro ad arte i fatti veri. E non esiste purtroppo alcun filtro magico per distinguere le voci vere da quelle false, le promesse del management realizzabili da quelle scritte nel libro dei sogni (e capita a tutti di cadere in queste “imboscate”). Ma il senso critico e l’esperienza (oltre che prima di tutto la Legge) dovrebbero indurre i risparmiatori a non fidarsi in alcun modo delle dritte di Borsa: uno dei sistemi più infallibili per perdere quattrini.

Basterebbe riflettere sul fatto che se qualcuno ci svela qualcosa di incredibile su un titolo la prima semplice ragione è spesso che già lui è un venditore di quel titolo e sta cercando di alimentare in modo più o meno consapevole una catena di Sant’Antonio per alimentarne il prezzo. Un consiglio spesso poco disinteressato, proveniente quasi sempre da fonti insicure (le fonti più sicure difficilmente si preoccupano di informarvi delle notizie rilevanti in positivo o in negativo) che ha come risultato principale quello di far perdere i soldi ai risparmiatori che ancora puntano la loro operatività su questo genere di informazioni. Voci che sono una variabile imprevedibile e molto insicura e che rappresentano nella maggior parte dei casi una bella trappola congegnata da chi monopolizza il mercato per far abboccare i pesci minori. Probabilmente la libera circolazione delle voci e la libera “residenza” a Piazza Affari sono da ricondurre, secondo alcuni, al nostro spirito latino: il desiderio e la presunzione di realizzare ottimi guadagni con il minimo sforzo, il che porta a dar credito alle voci sentite nella speranza di essere fortuitamente riusciti ad evitare un’approfondita quanto laboriosa analisi di tutte le variabili che incidono sulla valutazione di un investimento. Ma purtroppo non è così. Nella maggior parte dei casi le famigerate “voci” si trasformano in per-

dite perché si trattava di notizie false e tendenziose, oppure perché ci siamo mossi tardi, quando era già terminato il movimento di prezzo del quale avremmo dovuto approfittare (d'altra parte solo i veri bene informati riescono a operare con tempestività e a sfruttare l'insider, altrimenti che insider sarebbero?).

### **Pumping and dumping...**

“Ricevo spesso numerose newsletter americane e mi sono fidato di seguirne i consigli su un titolo. Promettevano un veloce raddoppio del capitale e poi ulteriori incredibili prospettive di crescita. Morale: ho perso quasi tutto! Meno male che ci avevo investito poche migliaia di euro ma mi sento un idiota. Ben mi sta”?

Offerte commerciali di ogni tipo come siti porno, proposte illegali, software pirata o farmaci erotizzanti arrivano ogni giorno via e-mail. Purtroppo la tendenza di crescita dello spamming è esponenziale, ma c'è una novità che questo risparmiatore che mi ha scritto recentemente ha provato sulla sua pelle: le azioni in Borsa sono il nuovo bersaglio degli spammer, cioè gli autori dei messaggi non richiesti che invadono le nostre caselle postali elettroniche. Nulla di nuovo sotto il sole visto che già lo scrittore Emile Zola<sup>11</sup> nella Parigi dell'Ottocento raccontava mirabilmente il gioco dei fogli finanziari che nascevano e morivano con l'obiettivo principale di far comprare i titoli consigliati (per farli scaricare agli editori occulti) e che Edwin Lefevre nel 1923 in *“Reminiscences of a Stock Operator”* narrava nel solito giochetto di gonfiare un titolo e rifilarlo ai gonzi.

La tecnica del *pump&dump* secondo il matematico John Allen Paulos si fonda su delle precise regole di base: “dei piccoli gruppi acquistano un titolo e

<sup>11</sup> Nel libro “Il Denaro” (fra le varie edizioni segnalo quella della Newton & Compton Editore) Emile Zola è sicuramente fra gli scrittori che meglio hanno raccontato intimamente il funzionamento e i riti della Borsa. Nel libro si parla soprattutto del dio dei nostri tempi nella sua forma più astratta e smaterializzata: il capitale azionario. Centro del romanzo è perciò la Borsa, tempio in cui si celebrano i drammi della speculazione finanziaria nei tre atti fondamentali della speranza, della lotta e del crollo.

## **Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.**

lo elogiano sperticatamente in modo fuorviante (lo “pompano”). Poi quando il suo prezzo sale per effetto di questa campagna sapientemente orchestrata lo vendono con sostanzioso profitto. Una pratica che dà il meglio di sé quando il mercato è sotto il segno del Toro e gli investitori sono particolarmente inclini all’avidità. Funziona egregiamente anche quando si applica a un titolo poco movimentato, per cui pochi acquirenti sono sufficienti a farne lievitare le quotazioni”.

Un business, quello della spamming azionario, che ancora funziona secondo numerosi dati: segno, come osservava cinicamente l’economista Galbraith, che il denaro tende sempre a separarsi dagli stupidi. Su 730 milioni di e-mail di spamming inviate ogni settimana, il 15% è rappresentato, infatti, ormai da consigli di Borsa non richiesti. Secondo la Sophos Inc, azienda specializzata nella protezione dai virus e dallo spam, nel gennaio del 2005 questa quota era solo dell’1%.

Uno spammer invia messaggi identici o con qualche personalizzazione a migliaia di indirizzi e.mail. Questi indirizzi sono spesso raccolti in maniera automatica dalla rete attraverso programmi di “spionaggio” appositi, ottenuti da database o semplicemente indovinati usando nomi comuni. Il meccanismo messo in atto dai cyber-truffatori di Borsa è elementare: comprano titoli di società che valgono poco (spesso in combutta con gli azionisti che ne possiedono una quantità rilevante e vogliono disfarsene) e convincono poi molti investitori a fare lo stesso, illudendoli di fantastici immediati rialzi, liberandosi velocemente delle azioni e lucrando la differenza. Un reato (quello di aggio, ovvero diffondere notizie false e tendenziose per lucrarne un profitto) perseguito in tutte le nazioni ma che vede spesso le menti criminali farla franca grazie alla protezione offerta da e.mail inviate in modo da nascondere la reale identità dei mittenti.

Le azioni più utilizzate per questo tipo di speculazioni sono le cosiddette “penny stocks”, le azioni di aziende piccole o delle aziende a bassa capitalizzazione. E diversi studi pubblicati in Gran Bretagna e Stati Uniti confermano che questo crimine finanziario rende molto ai promotori perché sono an-



cora numerosi i risparmiatori che si fidano delle dritte telematiche. In un recente studio su 75 mila e.mail, elaborato dai professori Laura Frieder dell'Università di Purdue e Jonathan Zittrain di quella di Oxford, è risultato che chi si fida della "dritta" non richiesta via mailing può perdere mediamente l'8% del proprio capitale in due giorni. Di converso gli spammer, che comprano precedentemente le azioni, hanno in media un guadagno fra il 4,9% e il 6% al momento della vendita.

E sull'*Economist* una ricerca di Rainer Böhme e Thorsten Holz dell'Università di Dresda e Mannheim dimostra che lo spamming serve per far salire il valore delle azioni. Lo studio dei ricercatori tedeschi ha monitorato il valore di 391 aziende di Wall Street o del Nasdaq promosse da azioni di spamming. Il risultato dell'analisi dei dati di breve periodo ha dimostrato che il valore delle azioni è cresciuto del 13% medio dopo le azioni di spamming per poi franare nelle sedute successive. Un certo Joshua Cyr, che gestisce il sito [www.spamstocktracker.com](http://www.spamstocktracker.com), ha fatto un esperimento replicando i consigli di investimento indesiderati ricevuti via e.mail. Ha perso già oltre il 68% del capitale di partenza.

Sconsigliabile, quindi, accettare dritte di Borsa dagli sconosciuti. Si finisce per fare la parte dei polli da spennare. Chi proprio vuole "giocare" con i suoi soldi farebbe forse un miglior affare a seguire al contrario questo genere di consigli... Se ti consigliano di comprare un titolo, vendilo.

Una vocina mi ha detto. Come difendersi da insider, Internet e giornali.

#### IN SINTESI

**Tutti i giorni migliaia di trader si affannano alla ricerca di notizie che possano aiutare ad effettuare investimenti sicuri e vincenti. Ma ci si può fidare ciecamente delle fonti di tali notizie e di come vengono commentate? I giornali e i programmi televisivi di turno non potrebbero essere in qualche modo influenzati nell'enfatizzare o nel riportare in maniera distorta, poco esatta, completa e indipendente alcune notizie? Diverse ricerche confermano il ruolo poco neutrale dei media che tendono spesso ad alimentare l'euforia nelle fasi di rialzo e la depressione nelle fasi di ribasso. Un'informazione finanziaria che in Italia appare molto condizionata dal potere economico a leggere l'azionariato dei principali mezzi di comunicazione. E dal potere "negoziale" di quei gruppi che comprano massicci spazi pubblicitari, ottenendo spesso una sorta di "scudo" di protezione. Che salta spesso solo a "frittata avvenuta" o quando è molto tardi se si pensa a recenti vicende di scandali finanziari italiani come i casi Bipop, Parmalat o Banca Popolare di Lodi. Nello stesso tempo l'investitore saggio deve diffidare di voci e "rumors", spesso interessate. Meglio sbagliare... da soli.**



# **Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?**

**Il gestore di patrimoni? Quel tizio che compra  
e vende azioni fino a che non resta più nulla.**

Woody Allen

E' l'alba del nuovo millennio e si preparano grandi festeggiamenti in tutto il globo. C'è chi, per questa occasione speciale, pensa persino di festeggiare più volte lo scoccare della mezzanotte in luoghi diversi rincorrendo il fuso orario. Basta avere un portafoglio ben dotato e un biglietto aereo su un volo transoceanico. Il vostro Capodanno è molto più alla buona ma ricco di buoni propositi: anno nuovo, vita nuova. E fra le decisioni da prendere anche quella di pensare al futuro dei vostri risparmi con l'ingresso nel mercato azionario. Le Borse continuano a dare segnali di forza e tutti gli esperti parlano di una Nuova Era iniziata sotto il segno di Internet e dell'e-commerce. Pensare di voler affrontare il futuro con i Bot rinnovati ogni anno non è cosa: si tratta di una reliquia del passato come vi ha spiegato il vostro ex compagno di scuola, diventato promotore finanziario ed esperto di Borsa. Investire da soli sui mercati azionari non se ne parla: ci sono dei professionisti che lavorano in banca e che fanno questo di mestiere disponendo di uffici studi all'avanguardia. I loro responsabili e gestori intrattengono rapporti con gli amministratori delle società quotate e visitano le aziende, monitorano continuamente l'andamento dei mercati alla ricerca delle migliori opportunità

a caccia di profitti (“un approccio top-down” vi ha detto il vostro amico promotore non capendo voi se voleva dire con questa espressione che i suoi capi andavano a caccia di azioni buone come il gatto con il topo). Come pensare di fare meglio di gente di questo tipo?

E poi il vostro amico promotore è uno che sa il fatto suo a giudicare da come si veste e dalla fiammante Mercedes che ha parcheggiato davanti casa vostra, suscitando l’invidia dei vicini. *DiversificAzione* è la sua parola d’ordine che compare anche nel depliant che vi ha lasciato. A sentire lui dovrete acquistare quote di quasi tutti i fondi in catalogo, ma alla fine si decide su una soluzione salomonica. Bisogna dare brio all’investimento e non c’è fretta come orizzonte temporale. Si punta sull’azionario: 50% sulle Borse internazionali per cogliere le tendenze delle maggiori economie mondiali e la capacità del gestore di individuare i trend più interessanti grazie a un team di analisti che sanno il fatto proprio; il restante 50% su un fondo legato alla Borsa italiana.

Sono passati ora più di 6 anni da quella decisione e voi non siete quel tipo di risparmiatore che si preoccupa dell’effetto yo-yo dei mercati. Non c’è che dire: siete il risparmiatore ideale, di quelli che puntano al medio lungo periodo. Certo, c’è stato poi il crollo delle Borse e dopo pochi mesi che vi siete convinti a investire in azioni si è iniziato a parlare di scoppio della bolla speculativa, poi c’è stato pure l’attacco alle Torri Gemelle, la forte ripresa dell’euro che ha penalizzato i vostri investimenti azionari esteri. Vi siete persi solo l’invasione delle cavallette e una deflagrazione nucleare: il destino non è stato tenero con voi per misurare la vostra propensione al rischio. Vi è stato spiegato poi che i prezzi delle azioni erano sostenuti dall’entusiasmo degli investitori e “non da una stima coerente del vero valore” come ha detto un professorone di economia sui giornali.

Ma questo quando acquistavate le quote dei fondi nessuno ve l’aveva detto: anzi, a sfogliare il Sole 24 Ore il clima era quello del pre-campionato di calcio. Facciamo un punto della situazione? A fine ottobre 2006 i vostri vecchi 100 milioni di lire investiti sei anni prima in fondi azionari quanto valgo-

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

no? Meno di 48.000 euro, circa 92,8 milioni delle vecchie lire<sup>1</sup>. Una perdita di oltre il 7% oltre alla diminuzione del valore della moneta per via dell'inflazione. C'è qualcosa che non torna: rifate i conti ma il risultato è sempre uguale. Come è possibile? Vi siete anche procurati un grafico dell'indice della Borsa italiana dall'1 gennaio 2000 a fine ottobre 2006 e delle Borse mondiali (l'Msci World).

Cosa sarebbe accaduto se aveste investito direttamente su questi mercati, replicando puramente questi indici, senza affidarvi all'amico promotore e ai gestori "top down" con i loro team di esperti "imbattibili"? Stentate quasi a crederci: sulla Borsa italiana il guadagno sarebbe stato del 27,8% (contro il 13% ottenuto con i fondi Azionari Italia) mentre sulle Borse internazionali, per colpa del super euro, avreste perso circa il 20% (ma contro il 27,5% ottenuto con la gestione professionale).

Risultato: una gestione "stupida" vi avrebbe fatto ottenere un rendimento positivo dell'8% circa in quasi 7 anni mentre invece, per esservi affidati a degli esperti, rispetto all'andamento del mercato siete sotto del 16%!

E i cari vecchi Bot? Quando fate il conteggio vorreste avere fra le mani il vecchio compagno di scuola, promotore finanziario, per una rimpatriata "particolare". Se dal 2000 a oggi aveste mantenuto tutto il vostro capitale in Bot i 100mila euro si sarebbero infatti rivalutati fino a diventare oggi 117mila euro. Un andamento lento ma sempre in salita, senza sussulti o crolli. E senza patire lo stress di vedere a fine 2002-inizio 2003 il capitale di partenza dimezzato. Come è possibile?

<sup>1</sup> I calcoli e raffronti sono stati fatti a fine ottobre 2006 non su fondi d'investimento particolarmente "sfigati" ma sugli indici di categoria elaborati da Fideuram sui fondi Azionari Italia e Internazionali che esprimono quindi l'andamento complessivo dell'industria del risparmio gestito italiano. Per raffrontare l'andamento con gli indici puri si è analizzato il comportamento nello stesso periodo dell'indice Comit e dell'indice MSCI World, tenendo conto dell'effetto cambio e naturalmente dei dividendi incassati (indici total return).

### **Fondi a fondo. L'affondo di Mediobanca.**

Per risolvere il problema della gestione dei propri risparmi e farli fruttare al meglio, affidare i propri quattrini a chi si presenta come il più titolato di tutti (come fanno i rappresentanti di banche, assicurazioni e società di gestione del risparmio) non sempre può essere la soluzione più brillante e redditizia. Almeno per voi, mentre diverso è il discorso se intascate commissioni dal collocamento di prodotti finanziari.

A sostenerlo con cifre inoppugnabili è ogni anno non il circolo degli anarchici ma l'ufficio studi di Mediobanca, considerato normalmente fra i più autorevoli in Italia, che utilizza come argomenti a sostegno delle proprie tesi numeri e statistiche sull'andamento passato del mercato. Da alcuni decenni questo ufficio studi elabora, infatti, un rapporto su base annua che fotografa l'andamento di Piazza Affari, analizzando in modo oggettivo l'andamento dei prezzi e delle variabili economiche, dall'andamento delle quotazioni dei Bot e dei Fondi all'inflazione. Lo studio viene pubblicato normalmente a metà anno e tutti i giornali, in tale occasione, dedicano un articolo sui dati più rilevanti, ricopiando sostanzialmente ciò che l'ufficio stampa di piazzetta Cuccia anticipa in due paginette, visto che la maggior parte dei commentatori preferisce non tuffarsi dentro un malloppo pieno di centinaia di cifre e numeri<sup>2</sup>. Cosa viene fuori da questo studio? Si può misurare cosa avrebbero reso negli ultimi 20 anni i propri quattrini investiti a Piazza Affari tramite fondi o senza? Le risposte a queste domande contenute nell'indagine pubblicata da Mediobanca (giunta alla 15ma edizione) forniscono un quadro allargato nel tempo, ripercorrendo il comportamento ventennale di fondi e sicav italiane. Un lasso di tempo che dovrebbe essere giudicato sufficiente anche per gli amanti delle statistiche nel lungo termine. E rappresentano inequivocabilmente un pesante *j'accuse* al sistema del risparmio gestito.

E l'ennesima conferma che i fondi d'investimento sono complessivamente

<sup>2</sup> Si può richiedere a Mediobanca gratuitamente questo Rapporto per posta inviando un fax al numero (02 8829.706 – 711) o collegandosi all'indirizzo [http://www.mbres.it/ita/mb\\_publicazioni/indici.htm](http://www.mbres.it/ita/mb_publicazioni/indici.htm)

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

“incapaci di produrre reddito per i risparmiatori che li sottoscrivono (sia pur con calante entusiasmo)”, come ha scritto su Repubblica qualche anno fa Giuseppe Turani, ex cantore del “nuovo miracolo economico italiano” fondato (anche) sul risparmio gestito “tricolore” e oggi disincantato e sarcastico cronista. Risultati pessimi sotto tutti i profili per la maggior parte dei risparmiatori sottoscrittori, ma che vedono salire ogni anno i costi di gestione reali. Dall’analisi si conferma che i fondi italiani sono carissimi con commissioni che restano quasi doppie rispetto a quelle applicate negli Stati Uniti e comunque tra le più alte anche in Europa. E risultati realizzati dai “gestori tricolori” che non ripagano questo maggior onere per i sottoscrittori. Una smentita clamorosa alla tesi che la Borsa regala sempre grandi soddisfazioni ai fedelissimi del risparmio gestito, con la prova documentata che i fondi d’investimento si rivelano complessivamente un buon sistema più per “distruggere ricchezza” che per crearla.

Un pamphlet annuale, quello dell’ufficio studi di Mediobanca, che denuncia alcuni vizietti del risparmio gestito all’italiana: commissioni di gestione troppo alte (il 16% di mancate performance dell’esempio del sottoscrittore di inizio 2000 è spiegabile semplicemente dalle commissioni equivalenti prelevate dalla società di gestione per remunerare il promotore e il sistema bancario), portafogli troppo movimentati, conflitti di interesse, risultati deludenti.

E che spiega esaurientemente come mai la storia raccontata nel primo paragrafo di questo libro non è un caso limite ma purtroppo la regola. Confermando che di fronte a un risparmio “gestito” in questo modo, nel “famoso” lungo periodo si possono tranquillamente lasciare i soldi investiti in Bot, correndo meno rischi e stress per avere col tempo rendimenti comparabili. Un quadretto non proprio esaltante. Ma che non fa più quasi notizia. E non suscita grandi reazioni fra gli addetti ai lavori e la stampa del settore.

*“Dal 2000 a oggi i fondi italiani, nel loro insieme ma anche come categorie varie, non sono mai riusciti (nemmeno una volta) a fare meglio dei benchmark da essi stessi indicato. Un po’ come se uno dicesse che deve andare a Roma quest’anno, ma poi finisce sempre a Frosinone”* ha scritto Turani.



Ma l'indagine di Mediobanca rileva anche un'altra anomalia che in parte spiega il pessimo risultato (per gli investitori) del risparmio gestito in termini di performance realizzate. Ai gestori italiani piace movimentare il conto dei propri clienti. Forse troppo. L'indice di rotazione calcolato da Mediobanca è di 1,6 volte per i fondi azionari italiani. Ciò significa che in media il patrimonio gestito viene totalmente movimentato ogni 8 mesi. Per fare un confronto, negli Stati Uniti questo rapporto è per i fondi azionari di 0,55. Il che significa che oltreoceano i gestori ruotano l'intero patrimonio all'incirca ogni 2 anni (quasi un terzo dei gestori "nostrani").

Commissioni di intermediazione che, è bene chiarire, sono escluse dal costo di gestione e anche dal Total Expense Ratio<sup>3</sup>, l'indicatore che nel prospetto informativo dei fondi deve essere comunicato obbligatoriamente (e che non tutti i promotori finanziari amano citare), il quale indica il costo annuo della gestione.

<sup>3</sup> Il costo annuale di un fondo non è semplicemente quello indicato dalla commissione di gestione ma comprende anche altre spese che hanno portato a creare un altro indicatore di costo, definito Ter (Total expense ratio) che le sgr sono obbligate a dichiarare nei fogli informativi dei prospetti e che fornisce una fotografia più precisa del costo totale, perché tiene conto di commissioni di gestione e di incentivo, del compenso riconosciuto alla banca depositaria, delle spese di revisione della contabilità e dei rendiconti dei fondi, dei bolli per la negoziazione titoli e del contributo di vigilanza a favore della Consob. Tutte spese che gravano, quindi, sul risparmiatore per remunerare rete di vendita, banca, società di gestione, autorità di controllo. Le commissioni sono ancora in crescita rispetto ai due anni precedenti. Nel 2005 il Ter medio calcolato sul campione dei fondi analizzati è stato dell'1,82% contro l'1,66% del 2004 e dell'1,51% del 2003. Dati che confermano i fondi italiani tra i più cari d'Europa. Ovviamente le differenze tra le categorie sono notevoli: i fondi azionari hanno un costo più elevato mentre i monetari sono più economici. Ma spiccano i casi particolari come un Ter nel 2005 del 5,4% per Pioneer azionario America Latina classe A, Mediolanum élite 95 S con un Ter del 5%, 0 fra i bilanciati il caso di Mediolanum élite 60 S con un Ter a 4,25%. Un élite a cui costa accedere, evidentemente. Vi è da segnalare comunque qualche segnale in controtendenza nel mondo delle sgr. Fra queste Capitalia asset management sgr (ex Fineco am) che nell'ambito di una riorganizzazione della gamma dei fondi comuni che prevede una riduzione del loro numero da 58 a 37 (tramite delle fusioni) ha ridotto da metà marzo le commissioni di gestione di 14 fondi. La società di asset management, inoltre, applica i costi di incentivo solo se la performance del fondo è positiva, anche se il recente regolamento della Banca d'Italia ha previsto che si possa applicare anche in caso di rendimento negativo purché, ovviamente, migliore del parametro di riferimento adottato dal fondo. Commissioni di incentivo che sono state calcolate in modo "garibaldino" (utilizzando benchmark "amici") fino a ieri da società come Mediolanum e Azimut e che spiegano anche l'alto costo applicato ai loro sottoscrittori.

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

Costi medi annui in % dell'investimento		
	Polizze Unit Linked	3,70%
	Fondi Azionari	2,45%
	Fondi Obbligazionari	1,08%
	Fondi di liquidità	0,81%
	Etf	0,43%
	Bot 12 mesi	0,30%

fonte: Il Sole 24 Ore

Tabella 28

Total Expense Ratio dei fondi e delle Sicav di diritto italiano	
Categoria	TER medio ponderato sul patrimonio
Flessibili	2,29%
Azionari	2,24%
Bilanciati	1,75%
Obbligazionari	1,03%
Monetari	0,69%

fonte: Il Sole 24 Ore

Tabella 29

*“L’industria italiana nel suo complesso sconta quindi un eccesso di trading che non sembra trovare spiegazioni in politiche selettive (di stock picking) poiché, come visto, genera nel complesso risultati insoddisfacenti”*. Per i risparmiatori questa rotazione elevata non porta quindi ad alcun beneficio se non “a maggiori oneri di negoziazione che vengono a gravare sui possessori delle quote dei fondi attraverso riduzioni di rendimento” spiegano gli analisti di Mediobanca. Secondo i quali nell’ottica di lungo periodo “*gli alti e bassi dei fondi hanno cumulato rendimenti insoddisfacenti e il confronto con il tasso risk free (Bot a 12 mesi) segnala una consistente distruzione di valore che i recuperi dell’ultimo triennio non sono stati sinora capaci di rimediare. Su un orizzonte temporale di 5-7 anni (come suggerito dall’associazione europea dei gestori di fondi) la distruzione di valore è stimabile tra 63 (ultimi 7 anni) e 67 miliardi di euro (ultimi 5 anni); il bilancio peggiorebbe se si considerasse anche il rischio insito in questo tipo di investimento”*.

Una “distruzione di ricchezza” per i risparmiatori italiani che corrisponde, evidentemente, a una manna per i profitti del settore bancario e del risparmio gestito che con questo sistema di “tosatura” hanno potuto in questi anni incrementare in modo deciso la redditività. Un gioco a somma non zero per l’investitore italiano per il quale nel lungo periodo, in un ventennio, dalla nascita a oggi “*i fondi italiani hanno fruttato un rendimento medio annuo del 7,3%, inferiore a quello dei Bot a 12 mesi (7,8%) di 0,5 punti, nonostante la più elevata componente di rischio; il minor rendimento si traduce in una perdita di patrimonio nell’ordine del 10%”*.

## **Il ventennio del risparmio gestito.**

Può essere interessante verificare anche dal punto di vista grafico (“una figura vale più di mille parole” recita un detto cinese) l’andamento del risparmio gestito da fine 1984 a oggi. Cosa ne viene fuori? Purtroppo il risparmio gestito italiano ne esce con le ossa rotte e senza attenuanti. Prendendo quest’analisi in tre periodi particolarmente significativi, il segno meno è una costante: da fine 1984 a fine 2005 i fondi comuni nel loro complesso hanno re-

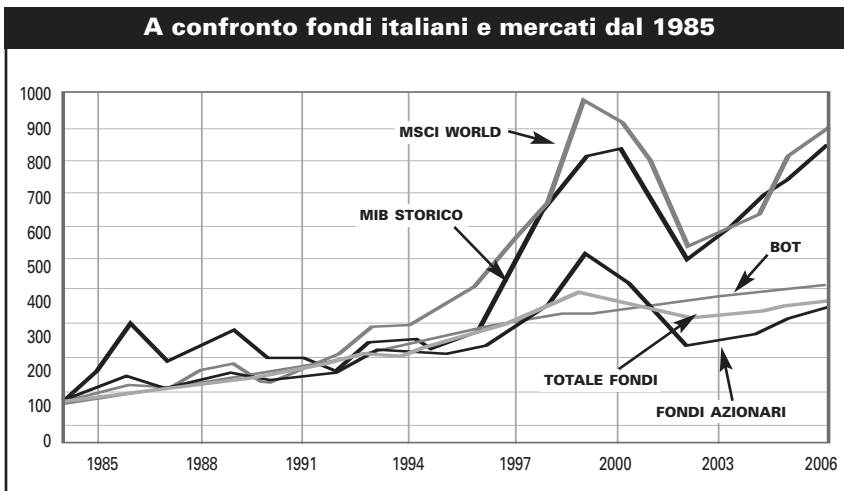
## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

so -47,7% rispetto ai Bot, negli ultimi dieci anni -4,6% e nell'ultimo lustro -15,8%. Una vera Caporetto.

Insomma, la conferma ufficiale a una vecchia frase di Jim Jorgensen, scrittore finanziario (che ci dice che il problema non è solo italiano) secondo il quale *"non è un segreto che la maggior parte dei gestori di Fondi Comuni farebbe la figura dei geni se investissero semplicemente in titoli di stato, spegnessero la luce e andassero a casa"*.

Nell'esempio dei rendimenti "ventennali" delle Borse il risparmiatore che avesse puntato sui fondi azionari (capitale di partenza 100.000 euro) a fine ottobre 2006 rispetto a un investimento iniziale nel gennaio 1985 a oggi si troverebbe con 379.000 euro; se avesse puntato sui Bot 450.000 euro mentre se avesse puntato sul fai-da-te e su una gestione passiva avrebbe oggi un capitale di circa 852.000 euro (qualcosa di più se avesse puntato sulle Borse internazionali rappresentate dall'indice MSCI World).

Tabella 30



CAPITOLO 9

**I rendimenti dei mercati e del risparmio gestito**

Anno	Totale Fondi		Azionari		Obbligazionari		Bot		Mib storico		MSCI WORLD	
	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO
1984		100.00		100.00		100.00		100.00		100.00		100.00
1985	33.00	133.00	41.10	141.10	20.70	120.70	14.00	114.00	98.50	198.50	21.80	121.80
1986	22.50	162.93	25.60	177.22	13.20	136.63	13.10	128.93	64.00	325.54	14.20	139.10
1987	-7.40	150.87	-17.20	146.74	5.20	143.74	9.30	140.92	-32.00	221.37	0.50	139.79
1988	12.00	168.97	15.70	169.78	8.00	155.24	9.80	154.74	21.30	268.52	37.70	192.49
1989	11.30	188.07	13.20	192.19	8.60	168.59	9.90	170.05	16.50	312.82	13.50	218.48
1990	-3.70	181.11	-12.80	167.59	9.80	185.11	11.20	189.10	-25.10	234.31	-26.20	161.24
1991	9.50	198.31	7.20	179.65	11.10	205.66	11.20	210.28	-2.20	229.15	20.50	194.29
1992	8.80	215.77	5.70	189.89	12.00	230.33	11.10	233.62	-11.70	202.34	21.10	235.29
1993	23.10	265.61	35.20	256.74	18.10	272.02	12.10	261.89	37.40	278.01	41.90	333.87
1994	-2.90	257.90	-6.70	239.54	-1.50	267.94	7.40	281.27	3.30	287.19	0.50	335.54
1995	6.80	275.44	1.60	243.37	10.00	294.74	9.00	306.58	-6.90	267.37	17.40	393.92

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

Anno	Totale Fondi		Azionari		Obbligazionari		Bot		Mib storico		MSCI WORLD	
	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO	RENDIM. ANNUO %	VALORE INDICIZZATO
1996	9.30	301.06	8.50	264.06	9.40	322.44	8.90	333.87	13.10	302.40	9.60	431.74
1997	11.40	335.38	24.20	327.96	7.10	345.34	5.70	352.90	58.20	478.40	33.10	574.65
1998	8.30	363.21	16.40	381.74	5.40	363.99	4.30	368.07	40.30	671.19	16.80	671.19
1999	11.70	405.71	40.60	536.73	0.90	367.26	2.80	378.38	19.50	802.07	45.70	977.92
2000	-2.80	394.35	-12.60	469.10	4.40	383.42	3.20	390.49	4.70	839.77	-6.30	916.31
2001	-5.70	371.87	-19.70	376.69	3.40	396.46	4.00	406.11	-22.00	655.02	-12.20	804.52
2002	-7.40	344.35	-30.50	261.80	2.70	407.16	2.80	417.48	-20.80	518.78	-32.70	541.44
2003	3.70	357.10	9.00	285.36	1.80	414.49	2.50	427.92	13.10	586.73	10.50	598.30
2004	3.00	367.81	5.30	300.48	2.30	424.02	2.00	436.47	15.30	676.51	6.40	636.59
2005	6.30	390.98	18.20	355.17	2.60	435.05	1.90	444.77	12.10	758.36	26.40	804.65
2006*	2.85	402.12	6.75	379.15	0.37	436.66	1.24	450.28	12.43	852.63	10.00	885.11

\* I dati del 2006 sono riferiti ai primi 10 mesi dell'anno

fonti: Mediotobanca e indici Fideuram

Tabella 31

Se si analizza l'andamento di Piazza Affari dall'1 gennaio 1985 al 31 ottobre 2006 si evidenzia un rialzo del 752,63% dell'indice Mib Storico (che tiene conto anche dei dividendi staccati) con un tasso di rendimento composto annuo del 10,23% per chi fosse riuscito a "clonare" l'andamento (ora possibile a tutti tramite l'Etf quotato sull'indice S&P Mib40) della Borsa italiana. Anni anche difficili in questo ventennio se si ricordano il 1987 (chiuso con una discesa del 30,8%), il 1990 (-23,2%) e più recentemente il 2001 e il 2002 (due anni consecutivi da -23%). Ma anche anni esaltanti come il 1985 (+106% il guadagno offerto dalla Borsa italiana) che segnò per molti risparmiatori e futuri gestori il battesimo con il mercato o il 1997 (+62,2%). Dati che indicano anche come negli ultimi anni la crescente globalizzazione dei mercati finanziari ha riabilitato Piazza Affari: negli ultimi 10 anni il listino tricolore ha infatti ampiamente colmato il gap con le Borse estere. Dal 1995 al 2005 il rendimento medio annuo di Piazza Affari è stato del +13,7% mentre quello delle Borse mondiali solo del +7,4%: dal 2000 al 2005 addirittura la diversificazione internazionale avrebbe prodotto una perdita media ogni anno del 2,6% mentre la Borsa italiana saliva del 2,5% all'anno.

O per dirla con Turani: *"In sostanza, i fondi azionari italiani (con i loro affollati comitati di gestione che di volta in volta consigliavano l'America, la Malesia o l'Australia) hanno messo insieme negli ultimi 10 anni un rendimento che è la metà di quello che avrebbe potuto fare semplicemente un risparmiatore telefonando a Piazza Affari e lasciando a casa i costosi comitati di superesperti"*. Certo si potrà discutere che ci sono fondi d'investimento (una minoranza) che hanno ottenuto risultati migliori delle statistiche complessive ma questa fotografia (i dati sono desunti dagli studi di Mediobanca) denuncia in modo impietoso come gestione passiva e commissioni di gestione elevate distruggano ricchezza invece che crearla. Ma un'analisi di questi dati mostra anche come un investimento azionario da "maratoneti" possa premiare un risparmiatore più di qualsiasi altra forma di investimento. Se fatto in modo intelligente. Non stupisce quindi verificare che nel risparmio gestito tricolore da alcuni anni si sta assistendo a un movimento di deflusso crescente e collettivo. I risparmiatori italiani iniziano a farsi i conti e sono abbastanza

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

seccati nel vedere che i loro soldi non rendono come dovrebbero e hanno cominciato a riprenderseli indietro. Nel 2004 il saldo della raccolta netta dei fondi comuni è stato negativo per 22,1 miliardi di euro, nel 2005 i riscatti hanno superato le nuove sottoscrizioni per 15,3 miliardi di euro; a fine ottobre 2006 il saldo è ancora negativo per circa 15 miliardi di euro, con i dati provvisori di Assogestioni che evidenziano a ottobre una raccolta netta negativa di altri 3,8 miliardi di euro. Un andamento in netta controtendenza con i flussi mondiali degli investimenti a dar retta a Mediobanca visto che secondo la classifica pubblicata dall'ICI (Investment Company Institute), a fine 2005 l'industria italiana dei fondi si collocava al 10° posto nel mondo (patrimonio pari a 450 miliardi di dollari USA), dopo Stati Uniti (8.905 miliardi di \$) e Francia (1.363 miliardi), mentre nell'anno precedente l'Italia era al 4° posto. Pur tenendo conto che i gestori italiani si distinguono per aver fatto spostare ai risparmiatori una quota sempre più significativa dei patrimoni in gestione in Lussemburgo, non si possono certo usare i toni trionfalistici che l'associazione di categoria, Assogestioni, guidata da Guido Cammarano<sup>4</sup>, usa per "celebrare" i propri risultati o pubblicizzare il risparmio gestito (come lo slogan "Alla discesa libera è preferibile il fondo" che insieme ad altri slogan a senso unico descrivono come un 'paradiso per il risparmiatore' il mondo delle gestioni). Credo<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Da ricordare come caduta di stile - ha annotato Paolo Sassetti - la reazione di Assogestioni in occasione della pubblicazione da parte di Mediobanca del "Rapporto 2001 sul risparmio gestito" che ha visto il presidente dell'associazione dei gestori di fondi mettersi in luce non tanto per una pacata critica metodologica al Rapporto quanto per aver vibrato un infelice attacco alla banca d'affari, messa sotto accusa con l'argomentazione che anche il titolo Mediobanca aveva performato peggio nel periodo dell'indice dei titoli bancari. Come se la presunta sottoperformance del titolo Mediobanca escludesse moralmente il diritto di svolgere una ricerca sulle performance dei fondi comuni!

<sup>5</sup> Attenzione! I dati presentati in questo capitolo non vogliono proclamare che il risparmio gestito è il male "assoluto" o che la consulenza finanziaria indipendente (compresa quella di BorsaExpert.it) sia il "bene assoluto". Personalmente non ho la "ricetta" perfetta per ogni investitore e nemmeno detengo (né mai deterrò) il sistema in grado di far guadagnare in ogni condizione di mercato. E credo che nel mucchio esistono fondi ben gestiti e società di gestione migliori di altre (fra le italiane, per esempio, Anima e Azimut vantano un ottimo track record; fra le straniere, per esperienza, Fidelity e Schroder fra tutte) e per molti risparmiatori il fondo d'investimento può rappresentare un ottimo (talvolta unico) strumento per investire nei mercati (diversificando) soprattutto in aree e settori particolari (dove non è possibile magari nemmeno trovare degli Etf quotati). Così come nelle società di consulenza indipendenti ci si può imbattere in strutture fondate sulla professionalità e sulla correttezza ma anche in venditori di "fumo" e ciarlatani. Nel caso del risparmio gestito l'indagine Mediobanca dovrebbe ricordare a tutti (risparmiatori e addetti ai lavori) che il fondo d'investimento non può essere venduto con facilità come lo "strumento perfetto" per ogni risparmiatore. Suggestendo forse alle società di gestione e alle banche che bisognerebbe ripensare in molti casi alle strategie d'investimento e anche ai costi applicati ai risparmiatori per gestioni finto "esperte" e "professionali". I dati della raccolta dei fondi fotografati da Mediobanca insieme ai risultati "storici" dell'industria ci dicono, infatti, che il risparmio non può essere spremuto all'infinito. E "distruggere ricchezza" alla lunga non crea alcun valore.



## **Tutto il mondo è paese. Le critiche ai fondi di un certo Levitt.**

La settimana di fine ottobre 2006 passerà alla storia anche per il nuovo record delle azioni di classe A della Berkshire Hathaway: i titoli della holding di Warren Buffett, il guru degli investimenti del Nebraska, hanno per la prima volta raggiunto una quotazione a sei cifre sui mercati Usa superando quota 100mila dollari. Non male per il prezzo di una singola azione il cui possesso, se fosse quotata in Italia, attirerebbe sicuramente l'interesse di Vincenzo Visco come indice di estrema ricchezza (il lotto minimo è 10 pezzi!). In ogni caso se un broker o un venditore di fondi d'investimento avesse raccomandato nel 1965 di comprare e tenere i titoli di Buffett (i titoli valevano allora 12 dollari!) avrebbe fatto ottenere al suo cliente una performance da favola: oltre il 24,6% annuo. "Ma un broker che avesse agito così sarebbe morto di fame" ha commentato Arthur Levitt, il Presidente della Sec dal 1993 al 2001, attuale senior advisor di Carlyle Group, il che mette in evidenza l'avidità del settore (che spesso si scontra con l'interesse del risparmiatore cliente). Viva la sincerità.

Da quando Buffett ha preso il controllo della compagnia, società tessile prossima alla bancarotta, il titolo si è rivalutato, infatti, di 8.333 volte. Un exploit che conferma in pieno il fiuto degli investimenti dell'Oracolo di Omaha: nel pieno della bolla delle dot.com, i titoli Berkshire toccarono il minimo di 41.300 dollari il 10 marzo del 2000, con il Nasdaq composite sui massimi di 5.048,62 punti. Da allora le azioni Berkshire si sono rivalutate del 142%, mentre il Nasdaq si è deprezzato del 53%.

Interessante conoscere anche il pensiero di Warren Buffett sui fondi d'investimento e sul mondo degli intermediari e dei distributori per capire che tutto il mondo è paese: anche a Wall Street le critiche al mondo dei fondi sono numerose e, anzi, ancora più autorevoli. Quando Buffett lavorava nei primi anni '50 per la società di intermediazione del padre imparò, infatti, che *"i broker non sono amici. Sono come i dottori, pagati dai pazienti per cambiare loro le medicine. E sono pagati molto di più per i farmaci in promozione che per quelli che*

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

*fanno bene al paziente”.*

Un parere che è stato ricordato proprio da Arthur Levitt, che durante il suo mandato come presidente della Sec (il più lungo nella storia di questa istituzione nata all'indomani del crollo del '29 per tutelare maggiormente i risparmiatori) alla guida dell'autorità di controllo dei mercati finanziari americani, ha cercato di limitare il potere dell'industria dei broker e del risparmio gestito nonostante la presenza di interessi forti da difendere. Divertente l'aneddoto che ha raccontato quando dovette vendere tutte le azioni e le obbligazioni che possedeva mentre si preparava a entrare alla Sec come presidente, per non essere poi accusato di eventuali potenziali conflitti d'interesse. Fu quella la prima volta che valutò di acquistare fondi comuni dato che negli anni precedenti era stato manager di primo livello di aziende proprio nel settore dell'intermediazione titoli a Wall Street e curava in proprio il suo portafoglio.

*“Quando mi misi a studiare con attenzione i prospetti informativi del fondo, ciò che mi infastidì veramente fu soprattutto l'impossibilità di capire i documenti. La mia prima reazione fu d'imbarazzo. Poi improvvisamente capii: se uno con venticinque anni di esperienza nel settore titoli non era in grado di decifrare il gergo utilizzato, immaginiamoci la frustrazione di un risparmiatore medio. I prospetti del fondo erano scritti in un linguaggio giuridico impenetrabile, da e per avvocati esperti in titoli. Avrei presto scoperto che questa era solo una delle discutibili abitudini del risparmio gestito”.*

Secondo Levitt<sup>6</sup> sono sette i peccati capitali dei fondi d'investimento che vengono quasi sempre sottaciuti dai dirigenti di un settore che amano magnificare le virtù del loro settore, considerandolo “senza macchia”. Le società di gestione dei fondi comuni, infatti, sono desiderose di essere viste come soggetti che stanno dalla parte del risparmiatore, ma la verità è che non lo sono sempre. *“Alla Sec ho visto molti casi di abusi da parte del personale dei fondi. Ho visto gestori arricchirsi acquistando lo stesso titolo prima per se stessi e più tardi per il fondo,*

<sup>6</sup> In Italia è stato tradotto da Passigli Editori il suo libro “Take on the Street” col titolo “Il risparmiatore ingannato”. Il titolo, nella versione inglese, vuole anche giocare sulle origini di Levitt che prima di diventare il numero uno della Borsa americana è stato “preso dalla strada”, visto che è nato nel Bronx e ha iniziato a lavorare come venditore di mandrie. Fino al passaggio nel mondo della Borsa: “Se sei capace di vendere vacche, potrai vendere certamente azioni” il consiglio del suo primo boss.

*aumentando in questo modo il valore della loro partecipazione<sup>7</sup>. Questo schema, denominato 'front running', è illegale rispetto alle norme che disciplinano i titoli. Ho visto società di fondi collocare, in modo del tutto inappropriato, delle IPO in fondi indeboliti per migliorarne i risultati a spese di altri fondi verso i quali avevano già degli obblighi. Ho visto responsabili di fondi compromettere la propria indipendenza accettando azioni IPO a basso costo da promotori di fondi senza rivelare che fossero date a loro in regalo. Un'altra abitudine che mi infastidiva consisteva nel 'gonfiare' il portafoglio, cosa che accade quando il gestore, l'ultimo giorno del periodo di reporting (solitamente il fine trimestre), cerca di alterare il mercato acquistando grossi quantitativi di un titolo già posseduto dal fondo. In caso di successo il valore del fondo cresce e il suo resoconto trimestrale è più brillante. Ma risultati di questa natura sanno tanto di pubblicità ingannevole, perché inducono i risparmiatori in buona fede ad acquistare quote di un fondo il cui risultato è stato manipolato".*

I sette peccati capitali dell'industria del risparmio gestito? Ecco una lista compilata secondo l'esperienza di Arthur Levitt, ex numero uno dell'organo che in America ha le stesse funzione della Consob, ovvero la Sec, l'autorità di controllo dei mercati finanziari più importante del mondo:

1) il modo in cui i fondi sono venduti e gestiti rivela una cultura che vive di una pubblicità martellante, incoraggia un'attività a breve termine e nasconde informazioni importanti; alcuni fondi non vogliono che si sappia quello che accade dietro le quinte come le commissioni di intermediazione e il ricorso alle 'soft commission' che le società di gestione preferiscono tenere segre-

<sup>7</sup> In Italia è del 25 ottobre 2006 la prima condanna per 'front running', un particolare caso di insider trading come quello citato da Levitt. Il giudice della terza sezione del tribunale di Milano, Angelo Mambriani, ha condannato infatti, su richiesta del pm Eugenio Fusco, la compagna di un trader (il fidanzato aveva già patteggiato) a sei mesi di reclusione, otto mesi di interdizione dalle pubbliche cariche, 60 mila euro di multa e 30 mila euro di danni da pagare alla Consob. Per l'accusa la donna riceveva dal fidanzato, trader di una sim, notizie riservate sulle operazioni che stava per immettere per conto di importanti investitori, in modo da lucrare sulla variazione del prezzo prodotta dagli ordini stessi. Dal settembre 1999 al febbraio 2002 la coppia era riuscita ad accumulare quasi 2 milioni di euro. Ingegno il sistema di comunicazioni cifrate: 'Topolino peloso' era il titolo Eni, mentre l'indicazione di ore e minuti al telefono indicava il prezzo al quale operare (Fonte MF).

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

te. Commissioni di intermediazione più elevate che i fondi giustificano per ricevere un servizio più completo che comprende spesso analisi e ricerche. Ma che può servire a mascherare “bustarelle” che non sempre vanno a beneficio dei sottoscrittori. Un'opacità che si riscontra anche nel rivelare quali sono gli incentivi di cui godono i gestori, il tipo di retribuzione che ricevono e il possibile conflitto di interessi che si può verificare in una società che, gestendo diversi fondi, può decidere di favorire un fondo piuttosto che un altro;

2) il settore “inganna” gli investitori spingendoli all'acquisto dei fondi sulla base dei risultati passati, che dovrebbero costituire solo uno degli elementi da prendere in considerazione; il settore dei fondi promuove in modo irresponsabile questa ‘cultura del risultato’ pur sapendo perfettamente di ingannare gli investitori<sup>8</sup>. Nel caso dei fondi comuni, il passato non è predittivo: è come guardare nello specchietto retrovisore per vedere la strada davanti. Diversi studi hanno mostrato che almeno il 50% dei fondi che si sono comportati meglio un anno, l'anno successivo mostrano delle performance molto deludenti. I gestori dei fondi possono cambiare<sup>9</sup> o può capitare che lo stes-

<sup>8</sup> David Swensen nel suo libro “Unconventional Success” ha pubblicato una significativa tabella dei migliori 10 fondi consigliati all'alba del 2000: quelli che meglio si erano comportati nel periodo 1997-1999 cavalcando l'onda della “New Economy”, ottenendo un rendimento medio del 78,2%. Nel triennio successivo (2000-2002) la discesa è stata del 41,9%. Dalle “stelle” alle “stalle” utilizzando la stessa metafora utilizzata da Morning Star, la società internazionale di rating dei fondi, che usa le stelline per giudicare la bontà di un fondo in base al comportamento passato. Un criterio talvolta fallace secondo Swensen (che riserva diverse critiche anche a Morning Star) che cita diverse reclame di società di gestione (“Molto tempo fa le persone navigavano con le stelle. Fallo ancora” recitava in proposito una pubblicità di Van Kampen per promuovere i propri fondi “stellati”) che nel marzo 2000 invitavano i risparmiatori a saltare sul carro, subito, per non perdere una grande opportunità di guadagno. Un approccio nel vendere il “passato” dell'industria del risparmio gestito che trova conferma in un'analisi fatta sul tipo di pubblicità apparse sul Wall Street Journal dal 1997 al 2003. Dove si evidenzia come le performance passate rappresentano uno degli argomenti principali di vendita... quando i mercati salgono per poi sparire negli anni “difficili” visto il comportamento pessimo di molte società di gestione nell'affrontare i mercati al ribasso. Clamoroso il caso del broker Charles Schwab che nell'aprile 2000 promuoveva un paniere di fondi “selezionato” in base agli studi degli “specialisti del settore” per un “moderate portfolio”: il Mutual Fund OneSource Select List disponibile con un solo clic sulla sua piattaforma. Fondi di diverse società di gestione che nell'anno precedente avevano sovraperformato il mercato e rappresentavano l'eccellenza in tutti i settori fra i fondi “top performing”. Nell'anno precedente la performance media di questi 14 fondi era stata, infatti, del 97,5% contro una salita del 17,8% dell'indice S&P500. Tutto fantastico ma nell'anno successivo lo strabiliante paniere di fondi “super selezionato” è crollato: -41,3%. Contro un andamento del -21,7% dell'indice S&P 500.

<sup>9</sup> Negli Stati Uniti esiste anche un sito [www.fundalarm.com](http://www.fundalarm.com) che segnala i cambi di money manager. Estremamente frequenti e che inficiano seriamente un approccio analitico solo fondato sulle performance passate. Su 4.300 fondi monitorati al marzo 2005, secondo una stima prudente elaborata da Simone Mariotti tra il 2001 e il 2004 hanno cambiato casacca oltre 1.500 gestori!

so gestore rimanga ma cambi la strategia del fondo;

3) il settore spende molti miliardi di dollari all'anno in pubblicità, ma fa poco per spiegare l'effetto che spese annue, oneri di vendita e imposte producono sul rendimento dell'investimento. Alcuni fondi riescono a farla franca a fronte di commissioni troppo alte perché i risparmiatori fanno fatica a capire in che modo queste spese riducano i loro rendimenti. La maggior parte delle persone considera una commissione annua del 2% abbastanza bassa e non capisce che in realtà si tratta di una "tassa" punitiva che può ridurre in modo sensibile nel tempo il rendimento. Si potrebbe pensare che un fondo con un indice di spesa più alto sia meglio gestito di uno con un coefficiente bassissimo, perché deve pagare dirigenti e consulenti più brillanti. Un ragionamento che può valere quando pagate un'auto Mercedes più di una Hyundai; ma che non vale per i fondi dove la maggior parte dei ricercatori ha concluso che fondi con indici di spesa bassi realizzano risultati migliori di quelli più costosi;

4) la maggior parte dei gestori non mette in pratica quanto predica: molti dicono di credere nelle virtù dell'investimento a lungo termine e danno lezioni in questo senso ai loro sottoscrittori perché mantengano nel lungo periodo i fondi (tra i 10 e i 20 anni). Ma il gestore tipico vende ogni titolo detenuto in portafoglio almeno una volta all'anno: raramente nei prospetti dei fondi viene evidenziato o spiegato questo approccio al breve, benché possa influenzarne i risultati. In proposito la società Morningstar ha studiato gli effetti del turnover sui risultati dei fondi per il 1998. E ha scoperto che più basso è il turnover, migliore è il risultato, dal momento che il turnover porta con sé costi di transazione, come le commissioni di intermediazione, le quali riducono il risultato. Un comportamento da "furbetti" del mercato che non porta risultati apprezzabili ma che sicuramente aumenta i benefici economici delle società di gestione;

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

5) l'industria del risparmio gestito non rende noto che i fondi gestiti in modo attivo ottengono, in media, rendimenti inferiori al loro benchmark di riferimento. E' stato calcolato che dal gennaio 1971 all'ottobre 2001 il rendimento medio dei fondi azionari è stato del 10,72% annuo, vale a dire 1,37 punti percentuali in meno del Wilshire 5000 e 1,64 in meno dello S&P500 Index. Di gestori come Peter Lynch (qualcuno che nel lungo periodo riesce ad ottenere un rendimento del 5% annuo superiore al mercato) non ce ne sono molti. C'è poi anche una mentalità da gregge tra i gestori di fondi attivi. La maggior parte di essi si rivolge alle solite società trascurando spesso quelle nuove e sconosciute che presentano buone prospettive. La loro consolazione è sapere che se anche il loro fondo perde una grande opportunità, la stessa cosa accadrà alla maggior parte degli altri che operano nello stesso settore;

6) i fondi oppongono resistenza alla pubblicizzazione di aspetti importanti riguardanti le loro attività interne, come l'entità dei compensi che riconoscono ai gestori di portafogli o le ragioni e le circostanze che inducono i dirigenti a lasciare. Una scarsa trasparenza che talvolta sembra voler confondere ad arte il risparmiatore medio con nomi dati ai fondi che sembrano concepiti apposta per ingannare e rincorrere l'ultima moda sui mercati più in "tendenza". O con case di investimento che confondono le idee ai loro investitori mettendo a disposizione una molteplicità di tipi dello stesso fondo con spese diverse a seconda delle classi (A, B, C...);

7) gli amministratori dei fondi, come esprime bene Warren Buffett, sembrano essere scelti dai canili dei *chihuabua* piuttosto che da quelli dei *doberman*. Gestioni pessime o scadenti, al di sotto dei benchmark, vengono tollerate da manager che spesso si ergono a giudici implacabili nei confronti delle società quotate che producono pessimi risultati. Un tipo di approccio spesso passivo che può trovare spiegazione negli alti compensi e nei benefici ottenuti dai direttori dei fondi che preferiscono per questo motivo non farsi nemici e adottare un comportamento da "Don Abbondio" piuttosto che seguire una

linea dura tutta a favore dei sottoscrittori, condizionati dall'inevitabile intreccio di conflitti di interesse<sup>10</sup>.

### **L'incredibile storia di Tony Dye e del "gregge"...**

Ma come è possibile che i fondi d'investimento ottengano risultati mediamente peggiori del mercato? Sarebbe come se in una gara automobilistica si decidesse di ingaggiare un pilota professionista visto che non riteniamo di essere dei grandi guidatori. Uno che fa quello di mestiere da molti anni e che ha frequentato gli autodromi di tutto il mondo. Salvo poi scoprire, al termine della gara, che il proprio equipaggio non solo non ha vinto ma è arrivato vicino al fondo della classifica. Con voi al comando, veri dilettanti allo sbaglio, potevate perfino tentare di giocarvi il podio. Intorno a questo apparente mistero (sul perché i gestori di fondi si comportano mediamente peggio del mercato) da alcuni anni diversi economisti e addetti ai lavori cercano di scoprire in tutto il mondo il bandolo della matassa. E la soluzione sembra tutto sommato banale, quasi una tautologia. Se la gran massa dei capitali sono investiti da gestori professionisti e se questi di fatto rappresentano il mercato, come possono i gestori dei fondi battere loro stessi?

<sup>10</sup> Fra i casi di "presunto" conflitto di interessi nel mondo del risparmio gestito merita menzione il caso di Andrew Sentance, ex brillante analista finanziario inglese della Gestnord (gruppo Banca Sella) licenziato più di anno fa dal gruppo che fa capo a Maurizio Sella (ex presidente Abi) con la seguente motivazione "aver divulgato a terzi (tra cui l'agenzia Bloomberg) informazioni relative a Bpl, delle quali è venuto a conoscenza in ragione del suo rapporto di collaborazione" (vedi l'Espresso del 18 marzo). Chiunque abbia letto quel report (disponibile anche sul sito della Borsa Italiana) si sarà reso conto che non c'era nulla di veramente rilevante che non potesse essere ricavato dai documenti ufficiali e dalla stampa. Secondo un articolo del Corriere della Sera del 15 agosto 2005 "la questione legata alla sua analisi fu esaminata durante una riunione nella quale arrivò una telefonata di Maurizio Sella, numero uno del gruppo omonimo e allora presidente dell'Abi, l'associazione delle banche. Nel maggio 2004 — ha dichiarato ai magistrati — gli fu chiesto di analizzare il bilancio di Bpl su richiesta di un cliente. Il risultato non è favorevole alla Bpl. Le critiche prevalgono sugli aspetti positivi, Sentance ha dubbi sulla affidabilità delle poste: «Dissi chiaramente che le partecipazioni di Bpl riportate nel bilancio risultavano sopravvalutate» e che «era indispensabile fare chiarezza sulle basi attuali sulle quali lo sviluppo futuro avrebbe trovato fondamento». A colpire l'analista inglese sono «le valutazioni delle partecipazioni iscritte nel bilancio Bpl che poggiavano su delle perizie Lazard». «Tali valori erano stati stimati in considerazione dei dividendi attesi», ma «l'andamento delle partecipate nel 2003 evidenziava già che il livello dei dividendi attesi non sarebbe stato raggiunto. «Il giorno dopo — aggiunge — inviai i risultati della ricerca ai clienti della banca dove lavoravo». Lo scritto di cui parla Andrew Sentance si intitola «Popolare di Lodi — Ancora incertezze» ed è stato acquisito dalla Procura. Il giorno dopo Sentance viene chiamato a Torino dove si reca con alcuni colleghi. «Venni convocato d'urgenza dal direttore generale che «parlò al telefono con Maurizio Sella» e «mi disse che non dovevo parlare con la stampa, né con i promotori senza il permesso», anche se lo stesso «mi disse che la Popolare di Lodi, secondo il suo punto di vista, andava molto peggio di quanto era descritto nel documento». Ma la

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

Se a questa considerazione si aggiunge il fatto che sul fondo d'investimento gravano anche costi di gestione elevati (circa il 2% all'anno) che vanno a detrimento della performance diventa ancora più comprensibile la ragione della debacle statistica. Morale: le possibilità matematiche che un gestore di fondi faccia meglio del mercato si avvicinano al 20% scarso. Jeremy Siegel ha calcolato che su un orizzonte di 20 anni consecutivi la probabilità che un gestore (come ha fatto Peter Lynch) batta il mercato del 5% all'anno è inferiore al 5%. E la possibilità che batta il mercato anche solo dell'1% all'anno è di circa il 30%. Più facile trovare un ago nel pagliaio!

Dietro queste ragioni logiche ci sono anche diverse spiegazioni più umane, come bene ha spiegato Arthur Levitt. Nonostante la favoletta della gestione attiva o "top down", infatti, la maggior parte dei gestori di fondi adotta uno stile altamente passivo. Perché la maggior parte dei fondi ha rinunciato a una gestione attiva è noto, nonostante qualche promotore finanziario e gestore cerchi ancora di vendere ai risparmiatori la favoletta della gestione super-esperta. Se si gestiscono molti soldi affidare a un gestore il potere di fare il bello e il cattivo tempo è, infatti, troppo rischioso. Si può lasciare la briglia in parte sciolta se si gestisce un patrimonio di qualche centinaio di milioni di euro ma se si parla di un migliaia di milioni di euro meglio non osare.

Bpl «era comunque un cliente molto importante — aggiunge riferendo le parole del direttore — e ci rese noto che la stessa si era lamentata del fatto che era stata divulgata una ricerca non favorevole». L'esperto inglese ha lavorato sui bilanci di Bpl e di società e fondazioni ad essa legate. «Nel bilancio Bpl 2004 — illustra ai pm — ho rilevato altre criticità: in particolare nel conto economico civilistico si parla di un aumento della fiscalità differita attiva per 23,4 milioni di euro. Tenendo conto che i dividendi ricevuti dalle imprese del gruppo sono stati di 245,5 milioni di euro e che l'utile prima delle imposte ammontava a 174 milioni di euro, ritengo che senza l'effetto dei dividendi e della loro indeducibilità fiscale, l'attività operativa sia addirittura in perdita. Inoltre le sofferenze sono in aumento e la copertura rimane sempre abbondantemente sotto la media. Devo inoltre rilevare che nel bilancio Bpl si legge che nel 2004 non si è fatto ricorso all'emissione di prestiti obbligazionari a causa degli spread penalizzanti ricorrendo perciò a fonti alternative di funding. Nella realtà il 2004 è stato uno degli anni migliori nella storia per emettere obbligazioni». ». Inoltre la banca aveva emesso delle opzioni put per 1,2 miliardi di euro per tenere i costi dell'opa fuori bilancio. «Nessuno mi ha detto niente — conclude Sentance — sino a quando il 21 febbraio 2005 ho pubblicato lo studio sulla Bpl. A seguito della sua comparsa sul sito della Consob e della Borsa Italiana, il 14 marzo 2005 ho ricevuto la lettera di licenziamento». Nei mesi successivi il titolo crolla da 8,5 euro fino a 5,5 euro (ottobre 2005) in seguito alla fallita Opa della Lodi (diventata Banca Popolare Italiana) che mette in evidenza una gestione spregiudicata condotta dall'amministratore delegato, Gianpiero Fiorani, costretto alle dimissioni per salvare la Banca e successivamente incarcerato per alcuni mesi con l'accusa di associazione a delinquere finalizzata all'aggiotaggio, all'appropriazione indebita e ad altri reati. La Popolare Italiana è costretta a svalutare per diverse centinaia di milioni di euro l'attivo. Ora Andrew Sentance lavora all'estero (invece che essere apprezzato per la capacità di analisi nell'ambiente degli uffici studi di alcune banche — si è fatto una fame di piantagrane.).



E poi alcune esperienze hanno insegnato che quelli che fanno gestione attiva possono fare ben peggio del mercato (perdendo di più quando la Borsa scende e guadagnando di meno quando sale...).

Così si assiste all'apparente paradosso che coloro che dovrebbero saperne di più e che dispongono di risorse senza limiti e reparti con piani interi di analisti, non sono capaci (tranne naturalmente rare eccezioni) di dimostrarlo ai risparmiatori che gli hanno affidato i quattrini. Liberi però, in compenso, di esternare il proprio pensiero a getto continuo sui giornali finanziari, atteggiandosi a guru ricchi di consigli, avendo sempre la risposta pronta a tutto. Da qui la decisione interna di quasi tutte le società di gestione del risparmio di blindare i gestori (per evitare disastri e non discostarsi dall'andamento dei benchmark) inducendoli (questo succede quasi sistematicamente in tutte le società di gestione più grandi) ad adottare una politica di "benchmarking", ovvero passiva, lasciandoli liberi di fare vero "stock picking" (ovvero il lavoro di selezione vero e proprio, quello di cui dovrebbero essere i veri professionisti) per una quota limitata del patrimonio. A questo si aggiunge (e contribuisce in modo rilevante alla "mediocrità") che nelle società di gestione esistono anche degli organismi curiosi, simili agli antichi Soviet: i "comitati di gestione". Ovvero un gruppo di banchieri, analisti, economisti e gestori che si riunisce periodicamente per ore con davanti una bottiglia di acqua minerale per delineare strategie e politiche degli investimenti. Facile immaginare che da simili simposi non arrivino mai scelte particolarmente coraggiose e che le scelte più neutrali (vedi politica del "benchmarking") vengano avallate con strategie alla Don Abbondio più che alla Warren Buffett.

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?



Resta intatti, e più forte che mai, il pensiero del grande Keynes che già negli anni '30 aveva capito tutto anche dei gestori dei fondi: *“la saggezza diffusa nel mondo insegna che, per la propria reputazione, è meglio fallire convenzionalmente che avere successo non convenzionalmente”*.

Da citare in proposito questa irresistibile storia raccontata da Tim Hartford<sup>11</sup>, giornalista inglese del “Financial Times”:

*Prendiamo in esame la storia dell'esperto di finanza Tony Dye, dirigente della Philips & Drew, che gestisce investimenti come fondi pensione per conto di grossi clienti. Nel 1996 Tony Dye concluse che a un livello di 4000 punti l'Ftse 100 (l'indice che riflette la performance delle cento maggiori società quotate nella Borsa di Londra) era sopravvalutato, cosicché convertì utilmente gran parte del denaro dei suoi clienti in liquidità e la collocò in un conto di deposito fruttifero. Avendo ritirato 7 miliardi di sterline dal mercato azionario da allora venne giudicato di giorno in giorno per la sua decisione da clienti, colleghi e giornali. Fu deriso e soprannominato Dr. Doom (Dottor Destino). Mentre l'Ftse continuava a salire per tutta la fine degli anni '90, Dye faceva sempre più la figura dello stupido. Nel 1999, la Philips & Drew perse più clienti di qualsiasi altro gestore di fondi. Negli ultimi tre mesi dello stesso anno,*

<sup>11</sup> Autore di un libro, “L'economista mascherato” tradotto in Italia da Rizzoli molto divertente dedicato proprio “all'insospettabile logica che fa muovere i soldi” e che nel capitolo 6 affronta l'argomento degli investimenti in Borsa. La storia raccontata è tratta da questo libro.

sulla base dei rendimenti ottenuti dalla clientela, si classificò al sessantaseiesimo posto su sessantasette concorrenti. Dye insistette nel sostenere che il mercato azionario era sopravvalutato, si tenne alla larga dai titoli internet e delle telecomunicazioni e mantenne un'inconsueta quota degli investimenti dei suoi clienti in liquidità. La fine fu inevitabile: il suo pensionamento anticipato venne annunciato all'inizio di marzo del 2000 e la logica conclusione fu che fosse stato cacciato via. Il 'Times' di Londra definì la Philips & Drew 'una barzioletta' e il successore di Dye riconobbe quanto questi avesse sofferto: "Quello è un posto solitario. Gli ultimi anni non sono stati dei più facili per via delle critiche che ha dovuto sopportare".

Dye perse il lavoro, ma aveva ragione. Prima che la Philips & Drew avesse il tempo di cambiare la sua strategia, il mercato azionario invertì la rotta. I titoli internet, tecnologici e delle telecomunicazioni crollarono. La borsa, nel suo complesso, subì una forte flessione. Le azioni 'di valore' fuori moda, che Dye aveva conservato, si comportarono bene e anche la liquidità si rivelò migliore dei titoli internet in caduta libera. La Philips & Drew balzò in cima ai prospetti delle performance dei fondi pensione, facendo guadagnare ai suoi clienti il 6,4% in tre mesi, fino al giugno 2000 – l'equivalente di un rendimento annuale di oltre il 28% in un mercato in brusco ribasso. L'Ftse continuò a scendere, passando da più di 6400 punti all'epoca dell'allontanamento di Mr. Dye a meno di 3300 tre anni dopo. Nel 1996, Dye aveva ritenuto che i suoi clienti avrebbero fatto meglio a liberarsi alla svelta delle azioni con un mercato a 4000 e investire il denaro in un conto di deposito fruttifero. Sette anni più tardi, i fatti gli diedero ragione.

Tony Dye aveva visto giusto, ma era stato saggio? Centinaia di gestori di fondi che si erano dimostrati sciaguratamente in errore conservarono il loro posto perché si erano sbagliati tutti insieme, in branco. Tony Dye aveva deciso di prendere la propria strada. Alla fine venne discolpato, ma non prima di essere stato messo in ridicolo dalla stampa, abbandonato dai suoi clienti e silurato dal suo datore di lavoro. I gestori di fondi hanno di fronte incentivi sbilanciati: scegliendo una via diversa dalla massa, acquisteranno qualche cliente se avranno successo, ma perderanno l'impiego in caso contrario. È molto più sicuro seguire il branco.

Ciò non vuol dire che i corsi azionari siano completamente disgiunti dalla realtà, ma

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

*semplicemente che molti importanti gestori di fondi che prendono decisioni riguardanti grandi somme di denaro vengono pagati per seguire la moda invece che per selezionare i titoli migliori. Questo senz'altro significa che il mercato azionario farà degli errori.*

### **48 categorie da scegliere e 5745 fondi: vi bastano?**

Secondo Paolo Sasseti, analista finanziario indipendente, oltre tre lustri di guadagni borsistici hanno messo in secondo piano le performance del “sistema fondi”. 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”.

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, Paolo Sasseti lo ha spiegato in parte nel libro “Investire Controcorrente” e in un pamphlet<sup>12</sup> e numerosi articoli che BorsaExpert.it e siti come Soldionline.it hanno messo a disposizione dei propri lettori.

*“Questo ‘non volere’ - secondo Sasseti - 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 e in esse si concentra-*

<sup>12</sup> Scritto da Paolo Sasseti nel febbraio 2003 il pamphlet “Perché liberalizzare la gestione del risparmio” è stato messo online in anteprima proprio sul sito [www.borsaexpert.it](http://www.borsaexpert.it) (ed è ancora online) dove è stato scaricato da migliaia di risparmiatori in questi anni alla ricerca di un’informazione fuori dal coro.

*no, almeno formalmente, rilevanti responsabilità di gestione, diventa estremamente arduo, quasi impossibile, prendere decisioni “anomale”, d’investimento di un fondo comune. Anche qui si origina la tendenza crescente nei fondi comuni a essere gestiti secondo logiche di indicizzazione, ovverosia di gestione sostanzialmente passiva attraverso la più o meno 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 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 sosteneva John Templeton, un gestore “fondamentalista” diventato una leggenda per il suo eccezionale track record, che una volta disse: “gli investimenti li fanno gli uomini e non i comitati d’investimento”.

Per delineare meglio come è spesso desolante la situazione dell’industria del risparmio gestito basti osservare un altro aspetto che spesso sfugge. Il promotore “medio” non dice quali sono le Borse su cui puntare e dove è meglio investire consigliando una vera asset allocation dinamica e flessibile (il paradosso è comunque quello secondo cui farlo gli è pure vietato) come vorrebbe in realtà la maggior parte dei risparmiatori. Gli esperti lo fanno scegliere direttamente al risparmiatore (così il rischio viene spostato a valle...) in modo da accollare a quest’ultimo, inconsapevolmente, tutta la responsabilità e liberandosi da qualsiasi coinvolgimento professionale. Quasi come un medico che invita il paziente a scegliere con quale terapia essere curato, presentandogli tutte le medicine a disposizione.

E’ il promotore finanziario (spesso in buona fede) la cinghia di questo schema collaudato. E’ lui che fa scegliere al risparmiatore il mercato su cui investire, il quale proprio su questo avrebbe bisogno di un esperto a “valore aggiunto” al suo fianco e non di un venditore che ripete quello che la società di gestione gli ha consigliato come più conveniente o dove ottiene il ritorno più favorevole con la minore difficoltà di “classamento” (fortunatamente

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

ci sono diverse eccezioni soprattutto fra le giovani generazioni di promotori e gli spiriti più indipendenti che devono comunque fare i conti con la “pagnotta”). Così il risparmiatore si ritrova spesso ad avere sottoscritto (naturalmente quando questi mercati sono sulla cresta dell'onda) fondi sul Neuer Markt tedesco, sulla Borsa giapponese, hedge fund venduti come il sistema sicuro per guadagnare in ogni condizione di mercato, fondi specializzati sui titoli del Nasdaq, sui titoli biotecnologici, sulle materie prime, sul petrolio, sul Bric ovvero su paesi emergenti (acronimo di Brasile, Russia, India, Cina), sui diamanti o sull'acqua. Calda, naturalmente.

Vendere ora e proporre come “trendy” fondi “specializzati”, prodotti “Bric” o certificati sulle materie prime è evidentemente una scorciatoia di molte società di gestione e fabbriche di prodotto per realizzare i budget di raccolta e di profitto. Ma la vittima predestinata è ancora il risparmiatore che si troverà poi da solo a decidere il market timing di quando uscire e come comportarsi in caso di inversione dei mercati. Il paradosso di un risparmio gestito dove il professionista, invece che supportare il risparmiatore sulle strategie da attuare, gli affida nella realtà quel compito che dovrebbe essere invece del gestore. Una de-responsabilizzazione totale da parte di molte case d'investimento che lascia così il cerino in mano al sottoscrittore.

Che si accompagna a un delirio di nuovi fondi specializzati in questi anni dagli uffici marketing per aumentare i ricavi delle società di gestione e vendere, sull'onda delle performance passate, sempre il “prodottino” giusto che ha portato così le categorie dei fondi Assogestioni a quota 48! E i fondi distribuiti in Italia censiti da un sito come MorningStar.it<sup>13</sup> in 5745 fra fondi e sicav. “E all'interno di ogni categoria esistono anche alcune “qualificazioni” che differenziano ulteriormente fondi appartenenti alla stessa categoria” ha

<sup>13</sup> Morning Star all'indirizzo [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it) rappresenta la filiale italiana diretta da Davide Pelusi di un network a livello internazionale di siti che hanno come obiettivo quello di fornire all'investitore (privato e istituzionale) un sistema di valutazione dei fondi d'investimento, analizzando secondo una logica quantitativa i costi e i rischi assunti nel passato dai gestori in relazione ai rendimenti realizzati.

scritto Gianluigi De Marchi sul sito [www.lamiainanza.it](http://www.lamiainanza.it) in un articolo dedicato all'argomento<sup>14</sup>.

*“Offrire tanti fondi non è solo una strategia di marketing nell’ottica del miglior servizio al cliente, ma anche una strategia per aumentare i ricavi per le società di gestione. Un fondo nuovo è un’occasione per attirare clienti (la novità incuriosisce), un’opportunità per la rete di vendita (che lucra nuove commissioni di sottoscrizione), una fonte di nuovi guadagni per la banca depositaria (quasi sempre appartenente al medesimo gruppo) e per l’intermediario (anch’esso del gruppo). Sono tutte motivazioni meno “nobili” delle precedenti ma che rappresentano uno stimolo potente per proseguire nella strada dell’ulteriore creazione di fondi e di altri comparti... La creazione continua di nuovi comparti rappresenta, infine, una via d’uscita tecnicamente ottimale per ridurre il numero dei competitors e aumentare le possibilità di far bella figura con i risultati”* .

Tutto questo tacendo (per ragioni di spazio) di altri prodotti finanziari collocati senza ritegno: obbligazioni strutturate, prodotti a ‘capitale garantito’, covered warrant, certificates (dove chi li emette sponsorizza pure furbescamente dei campionati per far vedere a tutti quanto è facile diventare miliardari...). Se poi (come quasi sempre accade su prodotti venduti senza grandi filosofie di gestione se non quella di replicare il mercato più “hot” del momento) i gestori ottengono performance veramente scadenti la loro difesa è un capolavoro: “abbiamo investito nei mercati sui quali ci hanno delegato i risparmiatori... Se il Neur Markt tedesco ha perso il 75% (e il fondo ha perso “solo” il 74%) non è colpa nostra... Anzi... Abbiamo rispettato il mandato che diceva che noi su quel mercato dovevamo investire l’80% dei quattrini dei risparmiatori...”. Tanto che secondo Peter Lynch gli investitori comuni rispetto ai fondi, godono di un grande vantaggio: non sono costretti a investire su una quantità enorme di titoli come i money manager che devono amministrare invece masse enormi di denaro (quando era un gestore Lynch aveva più di 1400 titoli in portafoglio), potendo muoversi in modo più flessibile. Co-

<sup>14</sup> Pubblicato in data 04/08/2006 sul sito [www.lamiainanza.it](http://www.lamiainanza.it) dal titolo adeguato: “Se 48 categorie vi sembrano poche”.

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

me se il risparmiatore, nell'esempio sopra citato, avesse come obiettivo quello di replicare le peggiori performance dei listini e non quello di tentare (almeno) di guadagnare di più (o almeno di non perdere)<sup>15</sup>. La colpa viene così ri-scaricata da alcuni giornali del settore (gestiti da giornalisti "illuminati") sul promotore finanziario o sul risparmiatore "avido" mentre sui giornali finanziari vengono sfornati titoli "acchiappa-risparmiatori" dove si promettono guadagni sicuri ogni settimana su "48 titoli" o su "98 fondi". Un circolo vizioso dove il meccanismo sembra rodato per quanto diabolico.

Logica vorrebbe che il risparmiatore "tosato" scappi a gambe levate dai cattivi gestori ma come abbiamo spiegato nel capitolo IV la "sindrome di Stoccolma" di molti risparmiatori li trattiene con la società di gestione dai risultati mediocri.

E riguardo le dichiarazioni "curiose" in proposito che confermano questa tesi vale la pena di ricordare un'intervista, pubblicata il 19 ottobre 2002 sul settimanale Borsa & Finanza, a Giovanni Landi, allora amministratore delegato di Nextra Investment Management (*una società, quella del risparmio gestito del gruppo Intesa, che in questi anni ha vissuto numerosi cambi di uomini per effetto delle fusioni del gruppo poi culminate con la vendita al gruppo Credit Agricole: una "peregrinazione" che secondo voci di mercato non si è ancora conclusa con effetti negativi per i sottoscrittori a vedere dalle performance*). La società, allora emanazione del gruppo Banca Intesa, si occupava del risparmio gestito con la posizione numero uno del mercato con una quota del 18,7% e un patrimonio gestito di 105.250 milioni di euro.

Che cosa diceva nell'intervista? *"Mai come oggi risulta necessario ragionare secondo una vera e propria logica industriale e che i processi gestionali vanno analizzati e gestiti con criteri vicini a quelli utilizzati nel settore manifatturiero... Nel settore c'è spazio anche per i piccoli operatori purchè specializzati... Chi vorrà fare l'operatore*

<sup>15</sup> Fra i fondi d'investimento italiani peggiori della storia va citato il caso di DUCATO GEO EUROPA Alto Potenziale (nome omen...) che dal marzo 2000 al marzo 2003 è riuscito a perdere tanto quanto il 101,3% lordo delle somme avute in gestione considerato il credito d'imposta!



*generalista senza avere la necessaria massa critica è destinato a uscire dal mercato, a prescindere dai risultati in termini di performance*". Sic. Estrapolando dall'intervista alcuni passaggi, il "numero uno" in Italia del risparmio gestito confermava quindi la bassa elasticità della domanda di fondi rispetto alla qualità dei prodotti e servizi. Insomma, secondo questo esponente di rango del risparmio gestito italiano raramente il risparmiatore abbandona la banca di famiglia per scegliere un operatore più efficiente. *"Anzi - puntualizza Landi - sembra quasi che ci sia un certo trade off tra raccolta del risparmio e performance"*<sup>16</sup>. E sul quotidiano MF del 1° novembre 2006 in un articolo dedicato alla consueta fuga dal risparmio gestito<sup>17</sup> può capitare di leggere come sia ancora in corso il consolidamento e ripensamento del settore. *"Il rilancio definitivo, però, appare ancora lontano. Il patrimonio resta elevato, anche confrontato con le altre grandezze monetarie, ma tra gli operatori si sta facendo sempre più vivo il dibattito sulle strategie dei player. I detentori delle prime fette di mercato 'si stanno ancora chiedendo in che direzione andare per crescere, se è questo il loro business e se corrisponde veramente alla strategia del gruppo', dice Jean Marc Crepin, country manager di State Street a Milano. 'I gestori italiani sono molto bravi e creativi', aggiunge, 'ma, a volte, la struttura di cui dispongono non è all'altezza perché vorrebbero avere un supporto maggiore dall'amministrazione (prestito titoli, swap, rischio di cambio) e concentrarsi sulle performance dei fondi che sono sempre più sotto pressione anche per i costi'. 'Il nodo della crisi è la distribuzione', sostiene Sergio Albarelli di Franklin Templeton investments. 'Finché non sarà fatto un vero investimento in questa direzione, anche i migliori prodotti passeranno inosservati'"*.

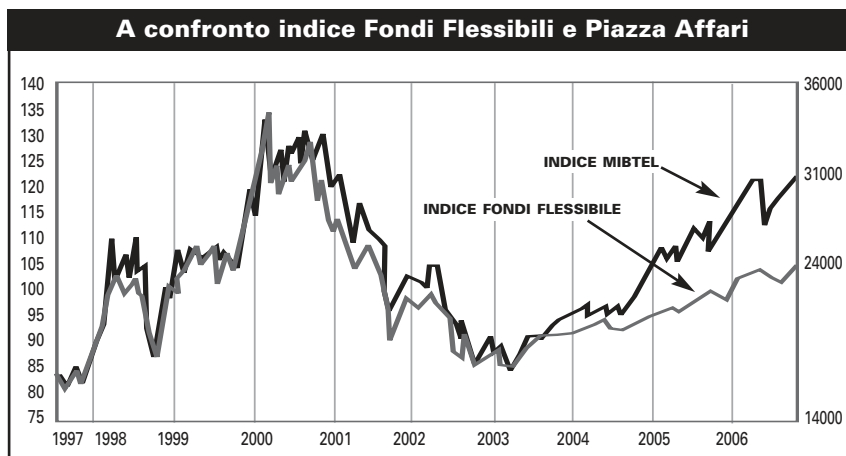
<sup>16</sup> In quei giorni un altro gestore italiano esprimeva un parere interessante su un'altra vicenda relativa al fallimento della scandalosa "offerta di scambio" fra Zignago e Marzotto dove i grandi azionisti volevano risolvere i problemi di famiglia, facendoli pagare al mercato. In un'intervista su Affaritaliani.it a Carlo Gentili, fondatore insieme a Nicola Ricolfi di Nextam (ex gestori Euromobiliare che hanno deciso di mettersi in proprio nell'aprile 2001), spiegava il motivo della sua opposizione all'operazione dato che in assemblea degli azionisti era stato uno dei pochi gestori di fondi a votare contro, contribuendo a far saltare l'operazione. Come mai un piccolo gestore che vota contro è una "mosca bianca"? "Guardi, i gestori hanno una funzione: proteggere e incrementare il patrimonio dei loro clienti. E lo possono fare solo gli indipendenti. Gli altri hanno troppi interessi, amici, clienti, conti aperti. In assemblea c'eravamo noi, Zurich e un avvocato di Deutsche Bank. Basta. I fondi non sono trasparenti. E' un meccanismo i cui ingranaggi sono pieni di sabbia. E sarà così finché il 95% del risparmio gestito sarà in mano alle banche. Nel resto d'Europa non è così".

<sup>17</sup> MF - Numero 216, pag. 14 del 1/11/2006 Autore: Salvatore Licciardello.

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

Ognuno dice la propria ma fa quasi impressione leggere dagli addetti ai lavori intervistati che i gruppi big del settore del risparmio gestito in Italia si domandino: “*chi siamo, dove andiamo, cosa vogliamo*”... E se questo business “corrisponde veramente alla strategia del gruppo”. E agli interessi dei sottoscrittori dei fondi, verrebbe da aggiungere. D'altra parte la dimostrazione sul campo che la maggior parte dei gestori non è all'altezza del compito assegnato risulta evidente dall'esame delle loro performance quando sono lasciati liberi di esprimersi liberamente, con la “tavolozza bianca” tutta da riempire con pesi da assegnare all'azionario e con mercati su cui puntare.

Tabella 32



Ma il concetto di “flessibile” e “total return” è l’ultima moda in fatto di raccolta: ai risparmiatori il concetto piace moltissimo e solo da inizio 2006 sotto la voce “hedge<sup>18</sup> fund e fondi total return” sono stati raccolti quasi 24 miliardi di euro, mentre il sistema perdeva oltre 11 miliardi.

Un altro fenomeno parallelo accompagna il boom dei fondi “Bric” e “commodity” ed è quello dei fondi venduti con la dicitura “total return”. Una denominazione che rappresenta la moda del momento e che ha visto numerose società di gestione lanciare prodotti di questo tipo. Apparentemente una risposta positiva dell’industria del risparmio gestito chiamata a dimostrare di saper fare veramente il proprio mestiere. Ma qualche dubbio è lecito e nel pensare male qualche volta ci si azzecca visto che oltre al fattore “moda” (nemica di ogni seria strategia di investimento) molte delle società più attive nel lanciare prodotti di questo tipo sono state quelle che nel passato non avevano certo brillato per i risultati realizzati. Anzi, al contrario.

Compresterete, infatti, una barca a vela da regata da chi vi ha prima venduto a caro prezzo una barchetta che ha faticato a galleggiare?

Ma un altro indizio invita alla cautela su questo boom dei fondi “total return” o flessibili. Basta esaminare l’andamento spietato (ma sincero) dell’Indice Fideuram dei fondi flessibili a confronto con l’andamento del mercato per rendersi conto del comportamento deludente (tabella 32). Rialzi sì (tutti i mercati sono saliti e non c’è particolare bravura a mostrare nell’ultimo anno rendimenti positivi) ma molto attenuati. Basti dire che da inizio 2003 l’Indice Fideuram dei Fondi flessibili è salito del 23,7% mentre l’indice Mibtel è salito del 76,8% e quello delle Borse Mondiali (il Morgan Stanley World) del 67,4%. Ma non dovrebbero proprio questi fondi, cavalcare maggiormente la tendenza e ottenere rendimenti migliori quando i mercati salgono e tagliare le perdite quando scendono?

Viene il dubbio che molte società di gestione preferiscano puntare sempre sul marketing delle parole (possibilmente inglesi e seducenti) per rivendere il vecchio stile, appena riveduto e corretto grazie al sapiente uso del marketing finanziario.

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

*“Il miraggio del rendimento assoluto, ovvero la promessa di guadagni superiori ai Bot in ogni condizione di mercato, ha convinto molti risparmiatori a puntare su questi prodotti. Ma adesso stanno facendo i conti con performance deludenti e comunque inferiori a quelle che avrebbero ottenuto costruendo un semplice portafoglio di fondi composto da un mix 50% azionario e 50% monetario”.* A scriverlo Roberta Castellarin e Paola Valentini sul settimanale Milano Finanza del 14/10/2006 in un articolo che esamina come, nella realtà dei fatti, in due casi su tre le gestioni danno un rendimento inferiore al fai-da-te. Chi ha scelto gli hedge<sup>18</sup> (qui le rilevazioni si fermano a fine agosto) ha battuto il fai da te in due casi su tre, anche se con guadagni comunque risicati. Hanno infatti reso solo il 2,25% in media nei primi otto mesi dell'anno.

Ma la nuova favoletta del “ritorno totale” seduce legioni di risparmiatori. Appaiono profetiche le parole di Roberto Malnati, fondatore di Finanzaonline.com, il forum di Borsa n.1 in Italia (e ideatore del trading system Luxor) di inizio 2003 pronunciate in occasione di una tavola rotonda organizzata da Borsa Expert insieme a Diego Pastorino, fondatore di Soldionline e Paolo Sassetti, analista indipendente: *“Le banche non hanno alcun interesse a compiere alcuna rivoluzione nel risparmio gestito. Se anche riuscissero a individuare il momento esatto in cui per esempio far uscire i propri clienti dal mercato non avrebbero alcun interesse a farlo. Proprio a causa della concentrazione delle masse gestite tra pochi operatori, la banca che facesse uscire i propri clienti dalla borsa farebbe crollare il mercato. Questo non vuol dire che le banche e in generale le istituzioni finanziarie non usino il market timing. Ma lo utilizzano per gestire il proprio portafoglio titoli. Non per i clienti. Qualsiasi sistema che segnali il momento in cui entrare e uscire dal mercato se utilizzato su larga scala diventa inefficace.. Credo certamente che una gestione fondata su basi sistematiche e quantitative possa essere una*

<sup>18</sup> Per gli hedge fund l'autunno 2006 passerà alla storia per il caso Amaranth, l'hedge fund Usa che a causa di un trading sbagliato sul gas naturale ha perso 6 miliardi di dollari (il 65% dei suoi asset). Si è trattato della peggiore perdita dopo quella del famoso Long term capital management del 1998. All'estero molti fondi di fondi hanno già dovuto fare i conti con la minusvalenza, come il fondo di fondi hedge di Goldman Sachs.

*strada interessante da percorrere. Ma per pochi. Una scelta necessariamente di nicchia. Che può avere in Italia forti sviluppi ma su percentuali da prefisso telefonico. Negli Stati Uniti si calcola che già oltre il 30% degli scambi derivi da "program trading". Certo non tutti i sistemi hanno le caratteristiche per essere vincenti ma conosco vari trading system che nella realtà (e non sulla carta) in questi anni hanno ottenuto risultati nettamente migliori dei mercati. Sulle valute, sui derivati ma anche sulle azioni. Senza necessità di usare leve finanziarie pericolose. Il successo di questi sistemi si fonda d'altramente proprio sul fatto che vengano utilizzati da una ristrettissima fascia di operatori e se così non fosse il loro successo e la curva dei profitti scenderebbe certamente. Il giorno che Banche e fondi iniziassero a proporli e distribuirli al pubblico indistinto sarebbe probabilmente (come è successo per i fondi d'investimento specializzati sulle aziende dot com) la fine dell'efficacia di questi metodi... Le banche tradizionali hanno maggior interesse nel trasferire il rischio a qualcun altro (leggi il risparmiatore) e conoscere immediatamente quanto possono guadagnare su ciascun prodotto (ne è un esempio il mercato dei prodotti a capitale "garantito")."*

Nulla da dire personalmente contro un approccio "total return"<sup>19</sup> che da anni anzi studio e applico a molti dei portafogli elaborati da Borsa Expert. Ma qualche dubbio è lecito quando improvvisamente tutti i gestori quasi contemporaneamente lanciano prodotti di questo tipo. Una gestione "total return" si basa, infatti, sulla capacità di fare meglio del mercato (ovvero creare *alpha* nel linguaggio degli addetti ai lavori) battendo i benchmark e attuando strategie combinate anche long/short, ovvero caratterizzate da posizioni rialziste e ribassiste incrociate il cui risultato dovrebbe essere positivo. Ma curiosamente molte delle società di gestione che ora propongono soprattutto "total return", negli armadi custodiscono anni e anni di risultati deludenti, con rendimenti costantemente inferiori al mercato. Non ci sarebbe da stupirsi nei prossimi an-

<sup>19</sup> Da molti anni porto avanti una strategia "total return" su fondi, Etf e azioni su [www.borsaexpert.it](http://www.borsaexpert.it) con portafogli dedicati a questo approccio che è stato precedentemente testato e codificato in trading system che hanno mostrato di ottenere nel tempo risultati significativi migliori del mercato. Anche nella versione long/short attuata con l'utilizzo di future come quello sullo S&P Mib40 utilizzato in chiave soprattutto di copertura. L'obiettivo è proprio quello di una gestione "total return" dove il peso azionario può andare dallo 0 al 100%, privilegiando i titoli e/o i settori più forti e chiudendo le posizioni in caso di segnali di vendita.

## **Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?**

ni nello scoprire che la media dei fondi di questo tipo ha ottenuto risultati simili a quelli dei Bot ma col vantaggio (per i collocatori) di ottenere commissioni da hedge fund, ovvero al massimo della tariffa possibile.

Il marketing del nuovo millennio ha trovato così un nuovo argomento di vendita da cavalcare: una gestione flessibile capace di intercettare tutte le tendenze principali, contenendo i rischi. Una storia che ricorda vagamente quella di Pinocchio che aveva incontrato nel paese degli “Acchiappacitrulli” il Gatto e la Volpe che gli promettevano di aver trovato il sistema per moltiplicare i soldi semplicemente piantando le monete nel Campo dei Miracoli dove sarebbe cresciuto un albero carico di zecchini d'oro. “Noi non vogliamo regali, – risposero que' due malanni – A noi ci basta di averti insegnato il modo di arricchire senza durar fatica, e siamo contenti come pasque”.

### **Un'interessante analisi condotta dal settimanale Milano Finanza sulla gestione attiva dice che...**

Si sta “pazziando” a dire che la maggior parte dei fondi sono gestiti in modo passivo nonostante si facciano pagare per una gestione attiva? Una “lieve imprecisione” nell'informativa che costa al risparmiatore un pedaggio supplementare di oltre il 2% annuo se questi invece di sottoscrivere un fondo comune (molto comune) optasse per un Etf (una differenza che in 10 anni di tempo su un patrimonio di 100.000 euro significa un costo supplementare di 15.000 euro a cui aggiungere una probabile sottoperformance). A dimostrare questa tesi negli ultimi mesi è il settimanale Milano Finanza<sup>20</sup> che ha messo ai raggi X tutte le principali sgr italiane, affidando a una società esterna di comprovata autorevolezza, Progetica, l'esame dei prospetti dei fondi

<sup>20</sup> Milano Finanza - I vostri soldi Numero 090, pag. 43 del 7/5/2005 Autrice: Roberta Castellarin. E' una analisi condotta da Progetica su un periodo che va dal 28 luglio 2004 al 30 marzo 2005 con rendimento ponderato sulla gamma analizzata dal 28/4/2004 al 28/04/2005. Il modello di analisi utilizzato e gli aspetti teorici e tecnici sulle assunzioni relative a questo studio sono disponibili al sito [www.progetica.it/investmentprofiler2.asp](http://www.progetica.it/investmentprofiler2.asp).

italiani, esaminando stile gestionale, grado di attività, efficienza e rendimento medio ponderato delle prime 30 sgr italiane per patrimonio gestito.

Il risultato? “Ne emerge un grado di attività media per i player del mercato italiano dell’11%”. Quasi il 90% del portafoglio medio dei fondi comuni italiani viene di fatto investito come un Etf, mentre solamente il 10% circa è il patrimonio reale dove analisti, comitati di gestione, gestori, analisti quantitativi, tecnici, fondamentali, strategist mettono in fin dei conti il becco.

Certo, fra le varie società di asset management quest’analisi mostra risultati differenti. Ad esempio il team di gestori di Kairos partner, sgr guidata da Paolo Basilico, *“risulta il più attivo sui mercati, ma anche quello che riesce a offrire il maggiore rendimento medio ponderato dai suoi fondi. Il 37% delle performance dei prodotti targati Kairos deriva infatti dall’attività gestionale e soltanto la restante parte dai mercati”*. Fra le sgr che fanno più gestione attiva compare poi Symphonia, la sgr guidata da Angelo Abbondio, *“che si conferma una boutique del risparmio gestito con una gestione attiva e un rischio ben remunerato. In questo caso il 30% delle performance deriva dall’attività gestionale, mentre la restante parte deriva dal mercato”*. Si distinguono poi nella classifica dei più attivi Azimut e Anima, entrambe con un grado di attività del 21%. *“In particolare, la specialità di casa Azimut è l’attività di allocazione relativa ai mercati... Azimut e Kairos sono anche le due sgr prese in esame che generano un extrarendimento positivo oltre il recupero della fiscalità e dei costi di gestione”*.

Come si comportano invece i colossi del risparmio gestito? Nel “processo” realizzato da Milano Finanza secondo le valutazioni di Progetica, società come Sanpaolo-Imi am e Nextra vengono classificate come moderatamente indicizzate con un grado di attività del 14%. Per entrambi, quindi, circa il 14% delle performance si può attribuire a una attività gestionale e la restante parte al mercato. Ha un grado di attività inferiore Pioneer (circa il 9%) che viene catalogata come sgr “prudentemente indicizzata”. Una classe di cui fanno parte anche Bnl gestioni, Ras am, Generali am, Euromobiliare am, Antonveneta Abn Amro e Aletti Gestielle. Ci sono poi le società di gestione che hanno un legame particolarmente stretto con la gestione indicizzata, il ge-

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

store si muove intorno al benchmark e ci sta attaccato come una ballerina di lap dance al palo d'acciaio. Nei mesi esaminati da Progetica il loro stile di gestione si rivela soltanto per il 5% delle loro performance per i fondi italiani di Dws che diventano il 4% nel caso di MontePaschi am, Bipielle Fondicri, Aureo gestioni, Gestnord fondi e Ersel.

Le meno attive risultano Mediolanum e Fideuram con solo il 2% delle performance derivante dall'attività gestionale che mostrano anche i risultati peggiori nel periodo esaminato (i fondi di Ennio Doris hanno addirittura un rendimento ponderato negativo nella simulazione).

*“Questa la fotografia dello stile gestionale, ma a fronte di quali costi a carico dei fondi? E i gestori più attivi sono anche i più cari? Dalla classifica emerge che solo in alcuni casi i gestori più attivi e i più performanti in termini di rendimento medio composto sono anche i più cari. Se questo è vero per Kairos e Symphonia (che ottengono un risultato rispettivamente del +9,05% e del +4,94%) che offrono in cambio di fee tra le più care del mercato uno stile di gestione e risultati da boutique. Non è così per esempio per MontePaschi am e Dws investment che, a fronte di un Ter (ovvero una fee annua di gestione) sopra il 2%, hanno avuto negli ultimi nove mesi un grado di attività gestionale soltanto del 4% e un rendimento medio ponderato rispettivamente dell'1,68% nel caso della sgr guidata da Nicola Romito e dell'1,41% per quella del gruppo Deutsche Bank”.*

## Fondi italiani: ma quanto ci costano?

E che il risparmio gestito sia in Italia un mercato molto particolare lo confermano anche gli operatori stranieri che stanno cercando di affacciarsi a questo mercato. Nel numero dell'ottobre 2005 di Advisor, mensile diretto da Andrea Giacobino, rivolto al mondo della consulenza finanziaria si può leggere lo sfogo di Micheel Tamisier, direttore generale della società di gestione del risparmio Carmignac. Una scuderia di sicav che da anni si mostra fra le meglio gestite in Europa ma che fatica a trovare il posto che si merita nei portafogli dei risparmiatori italiani. La ragione? *“I nostri clienti (gli interme-*



*diari e le reti di vendita, ndr) si lamentano che siamo fra le società che pagano le retrocessioni più basse del mercato... Anche se le nostre performance sono eccezionali, alcuni distributori rifiutano di lavorare con noi perché non paghiamo abbastanza... Il costo della distribuzione in Italia è molto alto, più elevato che negli altri Paesi europei. Fra il costo della banca corrispondente (fatto unico in Europa in questa forma), le retrocessioni richieste che sono più elevate degli altri Paesi e i costi di marketing, l'Italia è il Paese più caro. Ad esempio, in Francia la maggior parte dei nostri partner riceve fra il 33% e il 40% di retrocessioni e i più grandi, con diverse centinaia di milioni di euro, ricevono oltre il 45%. Lo stesso discorso vale per Germania, Belgio, Svizzera. Potete immaginare lo choc dei miei capi di Parigi quando ho iniziato a sviluppare il mercato italiano”.*

Una testimonianza che offre uno spaccato poco conosciuto a molti risparmiatori italiani: molte reti di vendita si sono aperte da qualche anno al “multi-manager” offrendo non solo prodotti (fondi e sicav) della casa. Un passo importante imposto dal mercato e dalla concorrenza. Ma i prodotti “spinti” dobbiamo arguire sono comunque quelli considerati più remunerativi non per il cliente ma soprattutto per il promotore finanziario e tutti coloro che stanno sopra la piramide distributiva. *“Infatti è vero che abbiamo delle commissioni di gestione piuttosto basse con un massimo di 1,5% l'anno (per esempio anche su un fondo azionario emergente) - dice ancora nell'intervista il manager francese, quasi giustificandosi per il fatto che applicano ai clienti finali fee inferiori - e mantenere basse le commissioni è una tendenza internazionale. Al massimo anche ai nostri principali clienti non retrocediamo mai più del 50% di queste commissioni di gestione, che per i fondi italiani è poco, ma per i fondi esteri è in linea con il mercato”.*

Se siete curiosi, a questo punto, di sapere quanto il vostro promotore incassa dalla vendita del fondo comune che vi ha appena proposto di sottoscrivere e quanto incassa il gestore che ha la responsabilità della performance raggiunta da quello stesso fondo, non vi stupirete di sapere che in Italia quasi tutte le commissioni che gravano sui fondi finiscono nelle tasche della società di distribuzione finanziaria, mentre alla Sgr restano le briciole (per quanto si tratta spesso di una spartizione comunque in famiglia).

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

*“Il rapporto è in media di sette a tre - ha spiegato la giornalista Anna Messia sul settimanale Borsa & Finanza<sup>21</sup> - in pratica alla rete va in genere il 70% delle commissioni e alla società di gestione solo il 30% restante. Ma ci sono numerosi casi in cui questi paletti vengono ampiamente superati, fino a riconoscere ai collocatori più del 95% delle commissioni complessive. Il dato emerge dai prospetti informativi pubblicati dalle società di gestione che dallo scorso gennaio devono contenere anche la percentuale delle commissioni percepite in media dai distributori. Ovviamente non soltanto promotori finanziari ma anche reti bancarie tradizionali. Ebbene, il quadro complessivo evidenzia che i collocatori italiani sono tra i più costosi d'Europa, come si evince dai dati raccolti dalla società di consulenza McKinsey nell'ultimo rapporto sul risparmio gestito. In Gran Bretagna, ad esempio, alle reti va, in media, il 51,89% delle commissioni totali incassate dalla Sgr, mentre in Svizzera si arriva al 58,06%. Ma soltanto la Spagna, con il 77%, riesce a superare il 70% medio dell'Italia. Il rischio è che le Sgr italiane, per far quadrare i conti, siano costrette ad alzare il volume medio delle commissioni complessive, a danno ovviamente dei sottoscrittori. Un pericolo che in Italia sembra reale, visto che il Total expense ratio (Ter, indice che raccoglie i costi totali) dei fondi nazionali è tra i più alti d'Europa (dati Fitzrovia), secondo, guarda caso, solo alla Spagna”.*

Nell'articolo si evidenziano alcuni casi sorprendenti come i prodotti gestiti di Sanpaolo Asset Management<sup>22</sup>. Questa società riconosce in media alle re-

<sup>21</sup> Borsa&Finanza del 18-02-2006 (Nr. 615 pagina 29).

<sup>22</sup> La prima società in Italia a essere accusata di effettuare pratiche che favorivano il fondo della scuderia (San Paolo Azioni Italia) a danno degli altri con ben 2.521 operazioni infra-fondi su 87 titoli, per far conseguire guadagni surrettizi pari a 81,7 milioni di euro ad un fondo e perdite per 59,9 agli altri due (Soluzione 6 e Soluzione 7) secondo le accuse dell'associazione dei consumatori Adusbef. Una causa che si è risolta in un nulla di fatto, con l'annullamento della sanzione inizialmente comminata dalla Consob di 500.000 euro. “Com'è noto le sanzioni sono state impugnate dall'IMI ed annullate dalla Corte d'Appello di Milano sostanzialmente per un vizio di forma - ha osservato Paolo Sassetti - in breve, la Consob aveva sfiorato sui tempi d'indagine concessigli e questo è valso l'annullamento delle già modeste sanzioni comminate. Da notarsi che i tempi d'indagine sono decisi dalla stessa Consob per autoregolamentazione, così si è assistito alla vanificazione di un'importante indagine su un grave scandalo a causa dell'infrazione ad un regolamento che la stessa Consob si era autonomamente data. Chi debba ritenersi responsabile in Consob per questo vulnus inflitto alla legalità finanziaria per ragioni procedurali non è dato di sapere. Ma l'aspetto più grave della vicenda è ancora successivo. Ovviamente alcuni cittadini, sottoscrittori dei fondi danneggiati (Soluzione 6 e Soluzione 7) hanno tentato causa all'IMI per i danni loro causati. In mancanza di una normativa nazionale sulla “class action” è già difficile per un cittadino isolato riuscire a mettersi contro un'istituzione finanziaria e, allora, alcuni cittadini avevano chiesto alla Consob di rendere pubbliche le risultanze delle sue indagini sullo scandalo. Cosa ha fatto, invece, la Consob? Nel nome del segreto d'ufficio si è rifiutata di consegnare ai cittadini danneggiati i risultati delle sue indagini interne sulla cui base aveva comminato le sanzioni (poi annullate per vizi di forma) e, così, ha impedito che il contenuto delle indagini potesse essere utilizzato dalle parti interessate nelle cause civili. Oh, badate bene, la Consob dovrebbe essere un'authority pubblica al servizio della trasparenza finanziaria”.

ti distributive il 100% delle commissioni d'ingresso che gravano sui fondi, il 15% di quelle di performance (incassate quando il gestore supera il benchmark di riferimento) e fino al 94,64% delle fee di gestione annue pagate dai sottoscrittori.

E le remunerazioni restano molto alte anche per altre società di gestione controllate da istituti bancari, come Aletti Gestielle (Pop Verona e Novara) e Bipiemme Gestioni (Popolare di Milano). Ad esempio, nel caso della società del gruppo Verona e Novara i gestori pagano in media ai collocatori il 100% delle commissioni d'ingresso e quasi il 90% dei costi di gestione. Mentre Bipiemme assegna alla rete l'85,05% delle commissioni di gestione.

*«Al momento molte Sgr appaiono completamente integrate con il gruppo bancario al quale appartengono, fin quasi a essere asservite alle loro necessità di bilancio. Anche se, come rilevato da McKinsey, questo stretto legame non è privo di vantaggi per i gestori: i minori guadagni sul fronte commissionale vengono infatti spesso compensati da minori spese in altri comparti. Perché gli investimenti pubblicitari e di marketing, o anche l'information technology restano in genere in capo alla controllante. Ma questa struttura di costi rende di fatto le società di gestione italiane poco autonome».*

Un'analisi che conferma la difficoltà dei gestori esteri di conquistare quote di mercato interessanti in Italia e competere ad armi pari.

*«Per le società controllate dalle banche le retrocessioni sono una questione di contabilità interna - dice Massimo Greco, responsabile in Italia di Jp Morgan Am, prima Sgr estera in Italia per masse gestite - Ma in genere bisogna fare una distinzione tra i diversi prodotti. Se il fondo non costa molto alla Sgr perché magari il gestore si limita a replicare il benchmark, è giusto che la gran parte delle commissioni vada alle reti di vendita. Ma se il prodotto è di qualità e richiede molto impegno, il gestore deve essere adeguatamente remunerato».*

In realtà le differenze tra l'Italia e gli altri Paesi coinvolgono trasversalmente tutti i fondi e i gestori esteri devono combattere per riuscire a mantenere buoni i propri margini di guadagno.

*«È vero che il mercato italiano strapaga le reti. All'estero la commissione di retrocessione arriva al massimo al 50% dei costi complessivi - aggiunge Giorgio Giovan-*

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

nini, di Henderson Global Investors - *In Italia questa percentuale è invece una soglia di partenza». Un altro trend in corso, non solo in Italia, è l'attenuazione delle front fees, cioè le commissioni pagate dal cliente al momento della sottoscrizione del fondo, che venivano incassate totalmente dalle reti di vendita. Per andare incontro alle esigenze dei distributori, privati di fatto di una fonte di guadagno, i gestori hanno infatti pensato di creare nuove classi di fondi, senza costi d'ingresso ma con commissioni di gestione un po' più alte.*

Non è intenzione di questa pubblicazione fare un processo ai gestori (dove ci sono comunque anche delle eccezioni alla mediocrità) dei fondi e alle società di gestione (un po' di polemica ci vuole però in una pubblicistica spesso a senso unico) ma va rilevato per ultimo anche (a parziale discolora?) del risparmio gestito le condizioni schizofreniche con cui si trovano spesso ad operare che smentiscono il presunto ruolo di "mani forti" sul mercato, generosamente attribuito da qualche esperto ai fondi d'investimento.

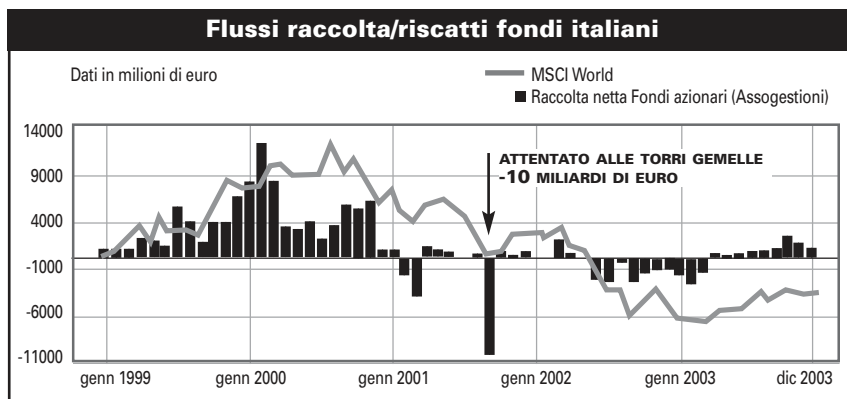
Lo dimostrano i dati sulla raccolta e sui riscatti dei fondi e il solito Burton Malkiel che in un'analisi sulla composizione dei fondi dal 1968 al 1998 evidenziava come la massa dei gestori aveva sistematicamente ridotto la parte di liquidità presente nel portafoglio nei momenti di massimo, mentre alleggeriva le azioni aumentando il cash poco prima delle risalite: esattamente il contrario di quello che occorrerebbe fare se si fosse capaci di prevedere l'andamento dei mercati.

Un problema che David Swensen ha ricordato si è verificato per esempio nel 1998 quando molti gestori di hedge fund durante il panico di fine anno si trovarono nelle condizioni di valutare se vendere per essere pronti a far fronte ai riscatti, contribuendo così a far scendere ulteriormente le quotazioni. Una situazione che si è verificata al contrario anche nella primavera 2000 dove molti gestori di fondi in tutto il mondo spingevano al rialzo le quotazioni a livelli poi rivelatisi folli soprattutto perché le reti di vendita raccoglievano quantità impressionanti di denaro da risparmiatori desiderosi di "salire" sul treno in corsa, alimentando la "bolla speculativa".

Un andamento schizofrenico dei risparmiatori che viene amplificato dalle "ma-

ni forti” dei gestori di fondi. Come ha osservato Paolo Legrenzi<sup>23</sup>, studioso di finanza comportamentale: *“potremmo limitarci a dire che la cosiddetta ‘euforia irrazionale’, che crea le bolle, li induce (i risparmiatori, ndr) a comprare titoli carissimi rispetto agli utili che generano, nella speranza di ulteriori aumenti. Poi, allo scoppiare della bolla, tendono a disfarsi a prezzi di saldo di quanto acquistato in precedenza, dando luogo al curioso andamento aggregato indicato nella figura (vedi sotto). Questi dati aggregati costituiscono un mistero se li leggiamo come se fossero il risultato delle decisioni di un singolo investitore (a meno che non sia un masochista)...”*.

Ma un andamento schizofrenico dei flussi delle sottoscrizioni in prodotti azionari che conferma l’umana debolezza della maggior parte dei risparmiatori finali (qualcosa che difficilmente si può cambiare in modo radicale se non attraverso una graduale consapevolezza dell’investimento azionario): si sottoscrivono volentieri i prodotti azionari nelle fasi di rialzo maggiore, si evitano come la peste nelle fasi di ribasso o di forte discesa. E il marketing finanziario si adegua.



fonte: *Il Sole 24 Ore*

**Tabella 33**

<sup>23</sup> Paolo Legrenzi è autore di un libro "Psicologia e investimenti finanziari" edito recentemente da Il Sole 24 Ore Libri. Professore di Psicologia cognitiva dirige a Venezia la Scuola di Dottorato delle Università Ca' Foscari e Iuav.

### **Meglio un gestore o una scimmia?**

#### **Il caso e la necessità.**

Di fronte alle considerazioni sopra esposte sulla gestione attiva e passiva dei fondi è comprensibile quindi anche la posizione di Burton Malkiel espressa per la prima volta oltre 30 anni fa e ripresa poi in questi anni da numerosi esperti in tutto il mondo con crescenti prove. E che dimostra che il problema non è solo del risparmio gestito tricolore (dove è acuito da alcune particolarità del sistema) ma mondiale: rispetto alla gestione con fondi d'investimento o tramite l'acquisto e la vendita di singole azioni meglio puntare sui fondi totalmente indicizzati come gli attuali Etf<sup>24</sup> distribuiti anche sul mercato italiano. *“Garantiscono quasi sempre rendimenti migliori di quelli realizzabili con i fondi gestiti professionalmente, anche per via delle spese elevate e degli enormi costi commerciali da cui questi ultimi sono pesantemente penalizzati”*.

Se non possiamo ottenere alcuna conoscenza del futuro dei mercati, allora tanto vale scegliere a caso i titoli su cui investire secondo Malkiel che nel libro *A Random Walk Down Wall Street (A zozzo per Wall Street, Sperling & Kupfer Editore)*, dove si può leggere: *«L'investimento casuale si basa sul presupposto che i cambiamenti di breve periodo dei prezzi delle azioni non possono essere previsti. I servizi di consulenza finanziaria, le previsioni di guadagno e altri complicati schemi d'investimento sono quindi inutili. Portato alle sue logiche conseguenze, questo significa che una scimmia bendata che lancia le freccette su un giornale finanziario potrebbe selezionare un portafoglio valido quanto quello preparato dall'analista più esperto»*.

<sup>24</sup> Etf è l'acronimo di Exchange Traded Funds, ovvero dall'inglese «fondi trattati in Borsa» al pari delle azioni. La prima particolarità è che possono essere acquistati (e venduti) in ogni momento di mercato aperto. A differenza di un fondo possono quindi essere acquistati o venduti anche intraday (durante la seduta borsistica), unendo così la flessibilità e la liquidità delle azioni ai benefici dell'investimento in fondi indicizzati. Gli Etf, come i fondi comuni di investimento, investono in una pluralità di azioni: possono replicare un indice, un settore o un insieme di aziende di una determinata zona geografica. Chi acquista una quota di Etf investe, quindi, nell'insieme dei titoli che formano l'indice e guadagnerà o perderà a seconda del suo andamento complessivo. Gli Etf sono simili ai fondi passivi in quanto il gestore si limita a tenere in portafoglio i titoli che compongono l'indice o il settore a cui si riferiscono. Si può perciò parlare per gli Etf di prodotti finanziari ibridi in quanto da un lato sono simili ai fondi comuni e dall'altro sono negoziati in Borsa come le azioni. Il prezzo di un Etf è determinato, come per le azioni, in base alla sua domanda e offerta e quindi varia continuamente nel corso della giornata borsisti-

*“Questa teoria – ha ben sintetizzato Guglielmo Piombini con una serie di interventi pubblicati su Soldionline.it – ritiene che i mercati siano estremamente efficienti nel raccogliere e convogliare tutte le informazioni utili, per cui in un mercato ben funzionante e in equilibrio i margini di profitto dalla compravendita delle azioni sono bassi e tendono allo zero. “Tu non puoi saperne più del mercato” sembra essere lo slogan di questa scuola del “mercato efficiente” che gode di un certo consenso. A ben guardare, questa teoria non è altro che il modello neoclassico della concorrenza perfetta applicato al mondo finanziario”.* Forzando le visioni delle varie scuole di pensiero fra gli economisti è come dire che per i keynesiani i mercati finanziari sono completamente irrazionali mentre per la scuola neoclassica i mercati finanziari sono totalmente razionali.

Una teoria evidentemente non molto apprezzata da numerosi gestori e addetti ai lavori a cui se ne contrappone un'altra *“che ritiene che i mercati siano totalmente razionali, prevedibili e meccanicamente precisi. Credono fortemente che vi sia una diretta correlazione tra gli eventi passati e quelli futuri e tutto starebbe nel raccogliere il maggior numero di dati. Molti di loro sono dei positivisti, sostenitori dei metodi delle scienze fisiche applicati all'economia, o degli econometristi che amano applicare i modelli matematici e statistici all'economia. Inevitabilmente arrivano a conclusioni deterministe, ad esempio che sarebbe possibile diventare ricchi acquisendo più*

ca, tenendo naturalmente conto del prezzo dei titoli rappresentati. La seconda importante caratteristica di un Etf è quella di avere un andamento predeterminato che ricalca quello dell'indice borsistico a cui sono legati e ciò avviene perché il gestore non sceglie liberamente i titoli da inserire nell'Etf ma riproduce il più fedelmente possibile il portafoglio in questione. Comprando un Etf si compra quindi un paniere predeterminato, acquistando in un sol colpo tutti i titoli di un comparto, di un settore o di una Borsa.

Ma c'è poi una terza caratteristica che ne spiega il crescente successo: gli Etf non hanno alle spalle l'esercito di promotori o di bancari incentivati a venderli poiché rappresentano un prodotto povero per i collocatori, cioè con poco «grass commissionale» attorno. Le commissioni di gestione possono essere, infatti, inferiori del 60-70% a quelle applicate dai fondi. Naturalmente esiste un costo di acquisto e di vendita che è uguale a quello di intermediazione che si paga quando si trattano le azioni. Il vantaggio principale di un ETF è quindi quello che con un investimento minimo e con una sola operazione è possibile investire contemporaneamente in tutte le azioni che compongono l'indice di riferimento. Tutto fantastico? Nella realtà si possono formulare anche alcune critiche a questo strumento secondo la mia esperienza. Nonostante centinaia di Etf quotati fra Milano e le altre piazze finanziarie europee poche decine hanno un quantitativo di scambi significativo. Questo significa che se si decide di puntare a una gestione passiva è sconsigliabile poi operare con una logica di trading e “switch” con questi strumenti poiché il rischio nella compravendita (soprattutto se si vogliono movimentare controvalori importanti) è di trovare fra prezzo in acquisto e in vendita una differenza (spread) elevata in mercati con alta volatilità. A questa critica si assomma una fiscalità attualmente punitiva anche per quelli “armonizzati”. Maggiori informazioni sugli Etf sono comunque disponibili sul sito [www.etfexpert.it](http://www.etfexpert.it) con portafogli dedicati elaborati da Borsa Expert.

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

*informazioni degli altri, grazie magari a dei computer capaci di simulare perfettamente il mercato<sup>25</sup>*. La verità è probabilmente in mezzo visto che se appare utopistico (per le ragioni espresse nei capitoli precedenti) pensare di potere conoscere l'andamento futuro dei mercati finanziari, è anche eccessivo sostenere la teoria secondo cui non è possibile avere alcuna conoscenza del futuro dei mercati.

I risultati realizzati per anni da numerosi gestori e investitori di successo (si possono segnalare a titolo esemplificativo i casi di Peter Lynch, Warren Buffett, John Templeton, George Soros), ottenendo un'alta media di rendimenti per buona parte della loro carriera, ci dicono che attribuire alla casualità simili risultati appare eccessivo. E mi ricorda personalmente una battuta del premio Nobel per la Medicina, John Eccles, che intervistai molti anni fa<sup>26</sup> a Torino in occasione del centenario della morte di Charles Darwin, chiedendogli il parere su un libro famoso di un altro Premio Nobel, il biologo Jacques Monod, autore di "Il caso e la necessità", una sorta di Vangelo degli evolucionisti: *"coloro che sostengono che tutto sia opera del caso hanno una fede doppia rispetto a quelli che credono in Dio"*.

*"Molto più ragionevole è allora una teoria intermedia, sostenuta anche dagli economisti di scuola austriaca - osserva Piombini - secondo cui noi possiamo avere una qualche cognizione, benché limitata, dell'andamento dei mercati. La nostra conoscenza dei mercati e del futuro non può mai essere perfetta, ma neanche totalmente imperfetta; gli eventi economici e i prezzi degli investimenti non sono sempre prevedibili ma a volte lo sono abbastanza; i mercati non sono totalmente efficienti, ma neanche com-*

<sup>25</sup> Due fisici, J. Doyne Farmer e Norman Packard, hanno sviluppato un complesso programma informatico (basato sulla teoria del caos applicata ai mercati finanziari) e creato una società, la Prediction Company di Santa Fe, per "sbancare Wall Street". Il titolo di un libro edito in Italia da Feltrinelli e scritto da Thomas A. Bass che parla proprio dell'esperienza di questi scienziati che cercano di proiettare i prezzi del futuro in base a complessi algoritmi. Non risulta ancora che Farmer e Packard abbiano trovato definitivamente il "bandolo della matassa". Interrogati sui loro risultati, ammettono che "bisognerà aspettare ancora un paio d'anni per capire come butta".

<sup>26</sup> Il primo giornale nazionale con il quale ho iniziato a collaborare giovanissimo (e minorenni) era il mensile "Dissenso" diretto da Gianfranco Fini e Maurizio Gasparri negli anni '80 dove ho potuto scrivere con totale libertà di qualsiasi argomento: dal miracolo economico giapponese alle riviste fiorentine nel primo Novecento (Papini e Prezzolini i miei idoli giovanili). Politicamente, insomma, ho adottato da "contrarian" il vecchio detto di Oxford: "A vent'anni si è incendiari; a quarant'anni si diventa pompieri".



*pletamente inefficienti. Quando si prendono decisioni d'investimento non bisogna mai dimenticare, come insegna la scuola austriaca, che l'attività economica in generale e i mercati finanziari in particolare si basano sulla scienza dell'azione umana. Le persone, a differenza di quello che credono i neoclassici, i positivisti e gli econometrici, non agiscono come macchine perché dispongono del libero arbitrio. Possono imparare dagli errori e modificare i propri comportamenti. Per questo i trend passati tendono a volte a ripetersi, ma mai nella stessa identica maniera”.*

Una tesi mediana che trova un punto di equilibrio nell'affermare che “*il mercato azionario è quasi casuale con variazioni sufficienti a ricompensare gli investitori informati che lo mantengono quasi casuale*” come sostiene Tim Hartford. Che conferma in pieno la nostra teoria che gli economisti (compresi quelli prestati ai fondi) ci sbagliano tanto quanto ci azzeccano. Da condividere pienamente, secondo me, le conclusioni di Piombini che confermano la tesi esposta nel capitolo 6 della non affidabilità delle previsioni degli economisti:

*”Un buon analista finanziario, quindi, deve essere dotato non solo di competenze sulle condizioni della domanda e dell'offerta nei mercati, ma anche di un certo “intuito” o fiuto imprenditoriale, che fa di questo lavoro un'arte più che una scienza. È questa la ragione per cui i grandi economisti non si sono mai arricchiti grazie ai mercati finanziari: due attuali premi Nobel come Paul Samuelson e Milton Friedman si rifiutano per principio di dare consigli sugli investimenti; John Maynard Keynes, considerato un abile investitore, ebbe in realtà numerosi rovesci e perse tre quarti della sua ricchezza nella crisi del 1929 e due terzi nella crisi del 1937; la madre di Karl Marx, grande sperperatore di fortune in borsa, esprimeva il desiderio che «Karl accumulasse il capitale invece di scriverne soltanto»; l'economista Ludwig Von Mises disse a sua moglie prima di sposarsi: «Se desideri un uomo ricco, non sposarmi. Non sono interessato a guadagnare denaro. Io scrivo sul denaro, ma non ne avrò mai molto”.*

## **GELDVERNICHUNGSMASCHINEN, quelle macchine "mangiasoldi".**

Che cosa pensa il professor Beppe Scienza dei fondi d'investimento e del risparmio gestito si può sintetizzare in un appellativo che il settimanale Der Spiegel ha coniato qualche anno fa per i fondi d'investimento. Geldvernichtungsmaschinen. Non è un errore di stampa, ma significa letteralmente "Macchine per distruggere denaro".

Diverse volte in questi anni ho avuto modo di scambiare opinioni sul tema con questo matematico (conoscendo anche un grande esperto di cibi, vini e ristoranti torinesi) e mi sembra ancora particolarmente attuale la prima intervista realizzata nel gennaio 2003 proprio sull'argomento del risparmio gestito. Ancora di sorprendente attualità alla luce degli ultimi studi di Mediobanca.

*"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 lire) a testa, bambini compresi. Il problema è che il decantato risparmio gestito non è affatto il 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".*

Nei suoi libri citati e nelle conferenze (dalla teoria alla pratica Scienza è anche un grande esperto del settore obbligazionario) questo professore a cui non fa difetto la schiettezza esprime il proprio parere in termini poco accademici rispetto a chi utilizza questo termine per paludare le proprie opinioni.

Dagli studi di Mediobanca risulta che in questi anni le società di gestione sono infatti riuscite a far ottenere ai loro clienti dei rendimenti nettamente

inferiori a quelli dei rispettivi mercati di riferimento. Come è possibile che accada?

*“Purtroppo è solo una storiella quella dei gestori professionali che saprebbero individuare in anticipo i titoli che poi saliranno di più. Se va bene sono bravi come un bambino che sceglie a caso, come provano numerose ricerche sull’argomento. Peraltro il risparmio gestito scarica sui risparmiatori tali e tanti costi che questi alla fine ottengono meno che facendo da soli. Dovrebbe valere la regola della soluzione dominante. Se la maggior parte dei fondi in questi anni ha fatto peggio del mercato quando saliva ma anche quando scendeva non si comprende perché affidarsi a degli intermediari. Si può fare meglio da sé”.*

Ma proprio non ci sono fondi comuni che abbiano reso meglio del mercato?  
*“Sì certo, qualcuno c’è. Anche alla roulette qualcuno vince, ma i più perdono. Così magari a gennaio si scopre che l’anno prima un qualche particolare fondo è andato meglio del mercato. Ma lo si sa solo dopo e non significa niente per il futuro”.*

Quindi l’idea di rivolgersi ad una società di gestione perché un professionista dovrebbe riuscire a far meglio di un dilettante è sbagliata?

*“Sì, anche se a prima vista sembrerebbe buona. Per di più si corrono rischi che, facendo da soli, si evitano”.*

Ma come? Il risparmio gestito, così si dice, non è meno rischioso del fai-da-te?

*“Purtroppo è vero il contrario, solo che la realtà viene nascosta dietro espressioni e termini matematici usati a sproposito (varianza stocastica, scarto quadratico, indice di Sharpe ecc.). In effetti, lo ripeto, affidarsi al risparmio gestito è più pericoloso che fare da sé”.*

Quali sono i rischi che si corrono?

*“Per cominciare i rischi di malversazioni da parte della società di gestione o dei suoi dipendenti. Poi c’è il pericolo che il gestore indulga in ripetute compravendite inutili solo per far guadagnare qualche intermediario. E si potrebbe continuare”.*

Accorgendosi che il denaro viene male impiegato, leggendo le performance di questi anni, i piccoli investitori dovrebbero migrare in massa, perché questo non accade?

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

*“Soprattutto perché, da quando in Italia esiste il risparmio gestito, il giornalismo economico se n'è perduto “innamorato”. Nel mio libro (Il risparmio tradito) elenco, con nomi e cognomi, oltre 300 casi di frasi smaccatamente ossequiose nei riguardi di banche e fondi, di confronti sbilenchi, d'informazioni bellamente sbagliate ecc. Ma gli esempi che si potrebbero portare sono migliaia, in particolare anche da quotidiani e periodici specializzati”.*

Ci sono giornali italiani che commissionano studi indipendenti prima di pubblicare i loro consigli economici?

*“Di regola no. Perché dovrebbero spendere soldi quando banche, società di gestione ecc. glieli forniscono gratis? Perché dovrebbero fare una cosa sgradita a chi gli compra pagine e pagine di pubblicità?”*

I fondi comuni sono davvero “trasparenti” per l'investitore?

*“Ma nient'affatto. Basti dire che un investitore non ha mai diritto di sapere cosa è stato comprato coi suoi soldi, né quando né a che prezzo. Così non ha modo di scoprire eventuali magagne. Quella della trasparenza dei fondi comuni è un'altra delle frodole care a banche e venditori porta a porta. In alcuni fondi, per esempio, si trovano quote di obbligazioni quotate alla Borsa del Lussemburgo il cui valore effettivo c'è da dubitare che sia quello dichiarato. Sono le stesse banche a “battere” i prezzi”.*

Per l'investitore è dunque impossibile, o comunque molto difficile, capire se il gestore sia disonesto o anche solo incompetente. Non esiste un organo di vigilanza a tutela dei cittadini?

*“Purtroppo è una materia molto complessa. Certamente ci sono i controlli della Consob e della Banca d'Italia che però non possono avere i cento occhi di Argo. D'altronde sono recenti gli scandali della Enron, della Arthur Andersen, della Merrill Lynch nella tanto decantata America. Per non correre rischi, meglio fare da soli”.*

Negli ultimi tempi la tendenza sembra quella di vendere ai risparmiatori prodotti “protetti”, con capitale “garantito”. Vuole spiegare Lei ai nostri lettori il segreto di questi prodotti?

*“Con le obbligazioni index linked si mangiano tutti gli interessi: viene venduta un'opzione “stracara”, cioè un diritto ad agganciarsi ai mercati che, di regola, va a zero. Poi ci sono le proposte che garantiscono solo l'interesse, ma non si parla di garanzia*

*del capitale. Nei prodotti venduti a capitale garantito si può fare da soli e risparmiare. Comprare per esempio un'obbligazione come uno zero coupon che a scadenza restituirà 100, per esempio pagandolo 80 e investire la differenza di 20 sull'indice di Borsa, acquistando delle azioni, un indice o i moderni Etf che replicano esattamente l'indice di Borsa. Se le cose vanno male dopo alcuni anni gli 80 della componente obbligazionaria saranno diventati 100 e il capitale iniziale di 100 è garantito. Mentre sulla parte azionaria si resterà in gioco e nella peggiore delle ipotesi, ovvero che quello che si è acquistato vada a zero, comunque la parte obbligazionaria garantirà lo "zoccolo" del 100. Se la Borsa salirà e la parte azionaria, per esempio, raddoppierà, l'investimento iniziale di 100 diventerà 140. Tutto qui il segreto di fondo del "capitale garantito. Con la differenza che costruirsi da soli questi prodotti si risparmia almeno un 2% e in più si può liquidare l'investimento senza problemi".*

Ma perché in questi anni la componente azionaria è stata così sovrappesata. Non trova rischioso che persone con risparmi modesti siano così strettamente legate agli indici delle Borse?

*"C'è il sospetto che ci sia dietro spesso una strategia in malafede da parte di chi lavora in questo settore. Con un rialzo del 20% chi manovra fondi e gestioni si può portare a casa il 5% di commissioni. Nessun altro strumento consente simili guadagni per la "scuderia". Insomma, un motivo semplice, di bottega: sulle gestioni azionarie (fondi o titoli) le commissioni sono più alte, quindi alle banche conviene spingerle. Azioni e assicurazioni sono gli strumenti d'investimento con cui si guadagna di più (per chi le vende). Le variazioni sono tali, in positivo o negativo, che i costi della commissione sono comunque ben diluiti. In campo obbligazionario, il paragone con i Bot e Cct è più chiaro e l'aspetto commissioni subito intelleggibile. La gente ha disinvestito i titoli pubblici per comprare azioni o dare soldi in gestione, spinta dalla pressione delle banche che hanno visto una grande possibilità di guadagno".*

Ma spesso insieme all'investimento azionario massiccio nel risparmio gestito si è venduto anche il concetto di diversificazione "paese" o "area". Così può accadere di vedere portafogli di risparmiatori con dieci/quindici fondi che investono da Piazza Affari a Wall Street, dal Pacifico ai Paesi Emergenti. Ma con la globalizzazione dei mercati questo concetto di diversificazione così

## Alla discesa libera è preferibile il fondo. D'investimento?

ampio ha poco senso visto che tutti i mercati si muovono spesso nella stessa direzione. Pensiamo male?

*“Questo tipo di diversificazione risponde spesso alla logica precedente. Più i prodotti e i mercati sono complicati e difficilmente accessibili maggiore è la necessità di doversi affidare agli “esperti” e quindi di richiedere laute commissioni per operare su questi mercati. Se si desidera diversificare occorre puntare su attività non correlate: azioni, obbligazioni, immobili. Avere azioni di tutto il mondo non difende dai ribassi. Ma fa guadagnare di più le banche”.*

Ma perché il risparmio gestito non funziona?

*“Vi sono varie storture di fondo, molto gravi. Primo, il fatto che quasi tutte le società di gestione siano controllate da banche, sim, sgr ecc. E che queste guadagnino soprattutto se avvengono moltissime compravendite, tanto chi ci rimette sono i clienti e chi s'arricchisce sono loro. Poi c'è la scarsissima trasparenza che permette di nascondere le magagne. Inoltre le società d'intermediazione internazionali consigliano, come s'è visto, titoli che giudicano spazzatura. E potrei continuare...”.*

Come si spiega allora che il risparmio gestito raccolga il 40% delle attività finanziarie delle famiglie rispetto al 2% di una ventina d'anni fa?

*“Le massicce campagne di vendita di banche e assicurazioni avrebbero un successo ben minore senza l'atteggiamento collaborativo della quasi totalità del giornalismo economico. Dalla nascita dei fondi comuni (1984) i giornalisti economici italiani, tranne esigue eccezioni, ripetono come pappagalli gli slogan di fondi, banche, reti porta a porta ecc., intercalandoli con strafalcioni. Questo ha contribuito a spingere i risparmiatori nelle loro grinfie”.*

Ritorniamo sull'argomento. Però affidandosi a professionisti del risparmio gestito si spiega quasi all'unisono che si corrono meno rischi... Lasciate i vostri soldi agli esperti, è il messaggio...

*“Anche questa è una frottola. Le elenco alcuni rischi che si corrono affidandosi al risparmio gestito e si evitano facendo da sé. Primo, che qualcuno lucri creste sulle operazioni. Secondo, che venga movimentato il portafoglio in modo inverecondo (Medio-banca ha scoperto che viene integralmente rigirato in media ogni sei mesi!). Terzo, che il proprio fondo venga svantaggiato a danno di altri per un ingiusto arricchimento; e*

*anche qui potrei continuare...".*

Ma i mercati sono complessi. Come può un privato fare da solo, per esempio, nell'obbligazionario?

*"È più semplice di quanto sembri. Basti dire che i fondi obbligazionari, da quando operano (1985), hanno di regola reso mediamente meno di Btp e Cct. Emblematico è il caso di Interbancaria Rendita con dodici anni consecutivi di minus di gestione. Fare meglio, semplicemente comprando Btp e Cct, non è difficile".*

Quindi qual è il suo consiglio?

*"Salvare il salvabile, disinvestendo di corsa da fondi e gestioni patrimoniali in fondi (gbf), a meno di avere fondati motivi di piena soddisfazione. Tutto ciò che è delega è pericoloso. La gente deve sapere quello che ha e poter controllare i propri investimenti. E comunque è una stupidaggine che chi perde debba tener duro, perché recupererà".*

**IN SINTESI**

**Diversi studi mostrano che l'80-90% dell'attività dei fondi è pura gestione passiva. Il risparmio gestito offre migliaia di prodotti ma spesso non una consulenza a reale valore aggiunto. Che reazione avreste se recandovi in un noto e costoso ristorante scopriste poi che quanto avete mangiato in realtà è tutto cibo precotto e riscaldato al momento (che avreste quindi potuto acquistare in un qualsiasi hard discount a un prezzo inferiore dell'80% o in una qualsiasi rosticceria), alla faccia del curriculum dello chef e delle recensioni delle guide?**

**Questa esperienza è simile a quanto accade a centinaia di migliaia di investitori che sottoscrivono fondi, sicav, gestioni patrimoniali, unit linked e decine di prodotti dai nomi sempre più complicati, presso banche e società di gestione ritenute della massima credibilità, per accorgersi poi che il comportamento di questi prodotti finanziari altro non fa che replicare in modo "stupido" l'andamento dei mercati sottostanti. Nessun vero "tocco" dello chef o qualcosa in grado di giustificare il pesante ricarico applicato (fra il 2 e il 3% annuo nel caso del risparmio gestito azionario), affidandosi a coloro che invece vengono presentati come "esperti in grado di**



**monitorare continuamente i mercati grazie a uffici studi dedicati a individuare le migliori opportunità a livello mondiale". Ma semplice gestione passiva. Come di chi compra quando sale e vende quando scende. A documentare questo comportamento "schizofrenico" ci sono decine di studi fra cui in Italia quelli di Mediobanca o l'analisi preziosa che il settimanale Milano Finanza ha pubblicato settimana dopo settimana, in collaborazione con Progetica, che evidenzia come l'attività di gestione "vera" delle più importanti sgr si limita a una forbice media del 10-11%. Il 90% circa dell'attività di "money management" è indicizzata. Pura gestione passiva. Un dato di fatto da valutare, privilegiando piuttosto prodotti come gli Etf o società di gestione che hanno realmente dimostrato con i loro fondi di fare meglio del mercato nel tempo non a parole ma con i risultati.**

# A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.

L'investimento senza ricerca è come  
giocare a poker senza mai guardare le carte.

Peter Lynch

Giunti a questo punto del libro si avvicina l'ora del congedo. Sono ancora molti gli argomenti che si potrebbero dedicare alle valutazioni di Borsa e alle varie strategie di investimento. Temi operativi e propositivi che magari potranno essere in futuro oggetto di un nuovo libro considerato che affrontarli (come inizialmente mi ero ripromesso) all'ultimo capitolo, dopo 9 piuttosto ricchi di spunti e qualche provocazione, sarebbe forse troppo pesante e indigesto anche per i lettori più motivati.

Mi sembra però importante ribadire in queste ultime pagine alcuni semplici concetti che ancora non ho affrontato in quelle precedenti e chiarire la mia "visione del mondo" in tema di azioni.

*"Chi può fa, chi non può insegna"* diceva il solito George Bernard Shaw. Non è il mio caso quello di ergermi a giudice degli altri senza 'sporcarci le mani' visto che da molti anni mi occupo di mercati finanziari non solo con un approccio di puro studio ma soprattutto operativo. Per questo motivo nelle ultime pagine di questo libro presenterò alcune riflessioni e considerazioni sulle strategie che utilizzo nella pratica e che sono tratte dall'esperienza diretta sul campo.

Dovrebbe quindi essere evidente che il sottoscritto non ha sposato in modo totale alcuna Teoria visto che non crede che ne esista qualcuna con la T maiuscola che si adatti a qualsiasi condizione o mercato. Si può però cercare di prendere il meglio da tutte le varie teorie (e dai più bravi gestori), codificandole in metodi disciplinati o strategie coerenti che si rifanno all'analisi fondamentale o tec-

nica. Ecco alcune lezioni che ho tratto finora in questi 20 anni di attività, pronto ogni giorno a impararne di nuove dal mercato. E che mi hanno consentito in questi anni di fare meglio del mercato (spesso ma non in ogni condizione).

### **Pensa in grande ma guarda alle “small cap”.**

I listini azionari si caratterizzano per la elevata presenza di società quotate di medio-piccole dimensioni. Spesso trascurate dai giornali così come dai fondi comuni di investimento o dagli analisti delle banche d'affari, questi titoli hanno rappresentato spesso una buona occasione di acquisto. La storia insegna. La ragione più importante per la quale investire in titoli cosiddetti minori può essere considerata una grande opportunità di guadagno per gli investitori, la troviamo nella storia stessa dell'investimento in Borsa. I più forti guadagni in Borsa sono sempre arrivati dall'individuare tempestivamente casi di piccole-medie aziende ben gestite prima che divenissero leader nei rispettivi settori, che fossero acquisite da società più grandi o che scattasse il loro “momentum”. Le statistiche sui mercati finanziari indicano che un dollaro investito in small cap nel 1926 a fine 2000 valeva 5.104 dollari, mentre sarebbe diventato 1.741 dollari se investito in titoli a larga capitalizzazione.

Peter Lynch, uno dei più grandi gestori di fondi d'investimento del mondo, ha spesso raccontato che il segreto delle sue performance stava proprio nella capacità di individuare prima degli altri i titoli spesso snobbati dai suoi colleghi gestori o dagli analisti. Azioni di società con fortissime prospettive che entravano nei portafogli degli altri gestori o nei rating degli analisti solo dopo molto tempo (e a prezzi ben più elevati) e che, invece, con buon senso si potevano acquistare a prezzi estremamente ridotti. Perché snobbate? Come spiegano anche Christopher Graja e Elizabeth Ungar (autori del libro *Investire nelle small cap*, Egeal/Bloomberg Editori) spesso questi titolini sono seguiti da pochi “maniaci” e solo dopo la scoperta dei gestori e degli analisti più attivi vengono pian piano acquistati da un numero crescente di investitori, quando magari già hanno messo a segno performance a 3 cifre (oltre il 100%).

**A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

### **I casi Cairo Communication e Trevi Finanziaria.**

Si prendano ad esempio 2 titoli che nei portafogli di Borsa Expert hanno trovato spazio in questi anni: Cairo Communication e Trevi Finanziaria. Titoli che poi hanno messo a segno performance rispettivamente del +139,94% e del +580%. Le ragioni per le quali si era deciso di puntare su queste società? *“Niente è meglio nascosto di ciò che è completamente in vista”* scriveva Edgar Allan Poe nel libro *“La lettera rubata”*: una considerazione che si può fare spesso frequentando Piazza Affari. Cairo Communication è una società editoriale guidata da un imprenditore, Urbano Cairo, estremamente determinato nel realizzare i propri obiettivi e con una grande esperienza nel settore. Uno di quei “cavalli di razza” che dà il meglio nelle condizioni difficili e che conosco da diversi anni avendolo intervistato la prima volta oltre 10 anni fa quando dirigeva come amministratore delegato la Mondadori Pubblicità.



**Tabella 34**

Quando come Borsa Expert decidemmo di puntare su questa società, a Piazza Affari Cairo capitalizzava un avviamento bassissimo rispetto alla sola liquidità detenuta (circa 100 milioni di euro) frutto del collocamento in Borsa nel 2000. E con progetti interessanti come quelli di lanciare un settimanale popolare a metà strada fra testate come Gente, Oggi e Chi. Un'idea non campata in aria come dimostrato dall'ingaggio nel gennaio 2004 di Sandro Mayer (uno dei direttori più noti ed esperti del mercato editoriale italiano con oltre 20 anni di esperienza e di successi) alla direzione del settimanale "Di più". Una rivista lanciata nell'aprile 2004 da Cairo Editore che ha ottenuto subito un enorme consenso presso il pubblico registrando il "tutto esaurito" con diffusioni da 1 milione a copia in edicola pur se "snobbata" per molti mesi dagli analisti nelle valutazioni, forse perché non considerata sufficientemente "chic" ma "nazional-popolare".

Risultato? In pochi semestri il gruppo Cairo è diventato il secondo editore italiano di settimanali, grazie al tris successo DiPiù, DiPiùTV e Diva&Donna (quest'ultimo diretto da Silvana Giacobini strappata a Chi), mostrando una capacità non comune di creare valore in un settore considerato statico e avaro di novità. Il titolo Cairo Communication è passato così da 25,44 a 53,1 euro. Una performance su Cairo del +139,94% realizzata nell'arco di 33 mesi.

Trevi Finanziaria è una società che seguo da molti anni e che è stata protagonista di un rally importante nell'ultimo biennio pari al +563%. Un'azienda, quella cesenate, che opera in tutto il mondo nella realizzazione di ponti, parcheggi, viadotti, tunnel e trivellazioni, investendo da sempre quote importanti in Ricerca e Sviluppo. Proprio le innovazioni nella trivellazione effettuate dalla Trevi Finanziaria con una nuova tecnologia capace di migliorare il rapporto costo-produttività ci sono sembrate alcuni anni fa la "storia" che poteva far riscoprire questa società, allora valutata dal mercato poche decine di milioni di euro.

## A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.



Tabella 35

Una società, anche questa, gestita da un imprenditore estremamente lungimirante, Davide Trevisani, che nel 1957 la fondò specializzandosi nell'ingegneria del sottosuolo, sinonimo dello scavo in terreni difficili. In pratica, apparecchiature specializzate per l'escavazione di tunnel, la costruzione di fondamenta e la trivellazione petrolifera. Il forte rialzo del prezzo del petrolio e l'arrivo di commesse per la parte di trivellazione petrolifere negli ultimi 2 anni hanno acceso l'interesse sul titolo con l'ingresso sempre più massiccio di fondi d'investimento e gestori.

Morale: in 21 mesi il titolo è passato da 1,17 agli attuali 7,95 euro (+580% comprendendo anche i dividendi distribuiti e incassati) e la capitalizzazione borsistica da 76 milioni di euro agli attuali 514!

Storie di performance importanti realizzate<sup>1</sup> non grazie a informazioni riservate ma sulla base di considerazioni di buon senso dopo aver analizzato i dati forniti dalle società nei bilanci ed esaminato i progetti in corso o le partecipazioni detenute (*fra i casi di top performance da citare anche il caso di Banco Desio salito di oltre il 120% trainato dalla raccolta della sgr Anima poi quotata in Borsa senza che per molti trimestri questa partecipazione venisse adeguatamente valutata dal mercato*). Situazioni di sottovalutazione “misteriosa” che spesso si presentano non solo sulle società a piccola-media capitalizzazione (per quanto più frequenti) ma anche sulle grandi società: basti pensare al caso di Eni che per molti anni ha visto le quotazioni stazionare sotto quota 17 euro nonostante la redditività prodotta e il potenziale inespresso in termini di capacità produttiva petrolifera mondiale (il titolo viene scambiato oggi a 24,7 euro).

Movimenti borsistici che spesso siamo riusciti a intercettare anche grazie ai nostri trading system che ci hanno segnalato il momento d'acquisto e consigliato di mantenere per lunghi periodi la posizione nonostante il forte rialzo accumulato (tutto questo giocando contro la tendenza psicologica umana di accontentarsi di portare a casa i profitti dopo guadagni di poche decine di punti percentuali).

<sup>1</sup> Mi sembra corretto ricordare anche le peggiori performance realizzate dai portafogli di BorsaExpert come Euphon, la cui posizione sul portafoglio Difensivo è stata chiusa con una perdita del -69% o Permasteelisa con -21%. Due casi in cui il management ha tradito le aspettative e i piani annunciati con evidenti riflessi sulle quotazioni dei titoli. Due società che peraltro sono state poi protagoniste di un cambio dell'azionariato. Evento che non ha comunque pesato più di tanto sull'andamento della performance del portafoglio Difensivo (con una perdita del -2,1% sul valore del portafoglio nel caso di Euphon nonostante la performance negativa realizzata) grazie al peso ridotto assegnato ai titoli. Questo dimostra l'importanza di attuare sempre una sana diversificazione (di cui abbiamo parlato nel capitolo IV come quella che viene attuata nei nostri portafogli senza puntare su pochissime “storie”, dando peso altissimo (massimo il 10%) a singoli titoli. Concentrare tutte le proprie ricchezze o il proprio patrimonio in pochi titoli o su un solo mercato può quindi essere un errore che può costare molto caro, come amaramente hanno scoperto quegli investitori che nel 2000 hanno sovrappesato i titoli legati alla “new economy” (telefonici, media, tecnologia) per poi assistere a un arretramento anche superiore al 75%. Perdite difficilmente recuperabili salvo confidare in recuperi successivi del 400%. Spesso puramente utopistici. Sul portafoglio Difensivo, che opera secondo un approccio discrezionale e di analisi fondamentale a differenza di tutti gli altri di Borsa Expert, non è previsto il concetto di stop loss sulle singole posizioni ovvero di chiusura dell'operazione al raggiungimento di una perdita percentuale di un certo livello. In ogni caso sugli stop loss l'approccio seguito non è mai quello di stabilire una percentuale fissa per tutti i titoli ma calcolarla in modo dinamico per ciascun titolo in base alla volatilità del titolo e alle condizioni del mercato.

### **Siamo piccoli ma cresceremo...**

Per quale motivo i titoli a bassa e media capitalizzazione sono spesso poco seguiti è noto. Dopo il collocamento, infatti, è difficile in molti casi acquisire informazioni o trovare report su queste società mentre molti broker consigliano di astenersi. *“Per un intermediario non è conveniente assegnare a un analista la valutazione di un’azienda per la quale la raccomandazione di acquistare non riuscirebbe a generare ordini di centinaia di migliaia di azioni”* ha spiegato una delle più importanti società di consulenza finanziaria ai suoi clienti. Un altro paradosso delle small cap, questo, per quanto negli ultimi anni qualcosa sta cambiando e sono sempre più numerose le banche d'affari che dedicano attenzione a questo segmento soprattutto dopo la nascita da parte di Borsa Italiana del segmento Star.

Capita così che quando il valore di una società che capitalizza poche decine o centinaia di milioni di euro raddoppia e la capitalizzazione supera i 400 o i 500 milioni di euro le banche d'affari, che prima snobbavano il titolo, iniziano a seguirlo (e a effettuare la cosiddetta copertura) con report dedicati. Le Cairo Communication a 17-20 euro o le Trevi Finanziaria a 1,5-2 euro venivano snobbate o giudicate correttamente prezzate: con i titoli rispettivamente a 40-45 euro e 7-8 euro è tutto un fiorire di report in un numero sempre più elevato da parte di diverse banche d'affari.

Eppure sono proprio le società più piccole a muoversi spesso con più elasticità e a cogliere i trend del mercato. Sono, infatti, le società più piccole a reagire più velocemente ai cambiamenti congiunturali e a fiutare i trend grazie a un management che spesso coincide con la proprietà e che è evidentemente molto motivato. Fra le note negative delle “small cap” per molto tempo è valsa la considerazione che questi titoli sono più rischiosi nelle fasi di discesa dei mercati perché è più difficile liquidare le posizioni a causa di scambi più contenuti.

Una preoccupazione che però ha dimostrato di funzionare al “contrario” nella fase di discesa del periodo 2000-2002 dove la maggior parte dei gestori dei fondi ha preferito liquidare per fare cassa soprattutto i titoli a larga capi-



talizzazione, premiando invece complessivamente i titoli a piccola e media capitalizzazione che hanno mostrato complessivamente un comportamento nettamente migliore del mercato, come si evidenzia nel grafico sottostante.

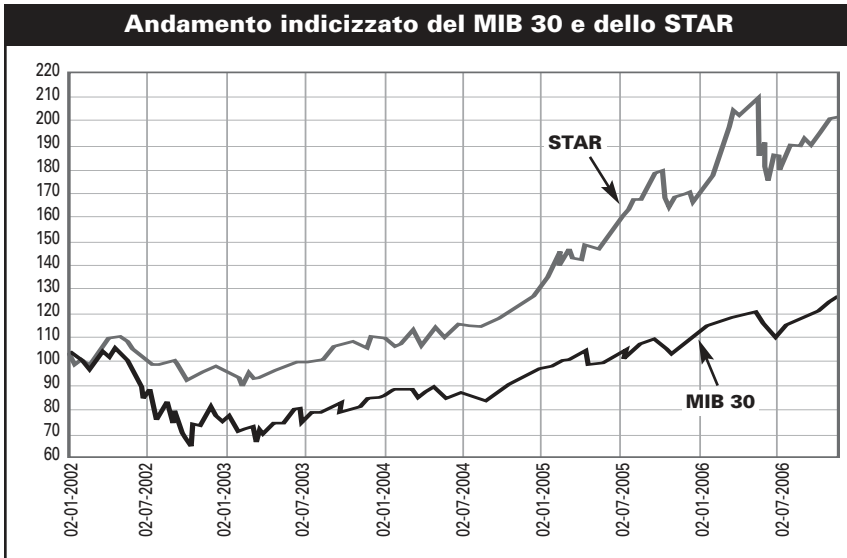


Tabella 36

Per questo motivo nei portafogli legati a un approccio discrezionale come quelli che seguono l'analisi fondamentale (*non solo il portafoglio Difensivo ma anche il servizio personalizzato Full Expert dedicato ai Clienti di Borsa Expert con patrimoni superiori a 300.000 euro in azioni o fondi*) ho sempre dato ai cosiddetti "titolini" (Star e Midex) un peso superiore ai Benchmark del mercato. Credo, infatti, che spesso fra le storie "minori" si nascondano le migliori opportunità di guadagno. Si tratta spesso di piccole aziende, ben amministrate da un management capace (spesso la proprietà), magari snobbate dai grandi operatori. E credo che sempre più le vere "performance" si giocheranno sulla capacità di saper sele-

## **A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

zionare queste perle: i gestori sempre più dovranno smarcarsi da una gestione “passiva”, dove altro non fanno che replicare il comportamento dell’indice Mib-tel, cercando di fare veramente il loro lavoro (selezionare le storie più interessanti). Fino a quando, naturalmente, i gestori non decideranno di puntare sempre più sulle “small e medium cap”... facendone salire le quotazioni sopra le valutazioni storiche. Allora sarà forse necessario cambiare strategia.

### **Che cosa guardare in una società quotata: le domande chiave.**

Comprereste una macchina senza prima fare un test di guida, o provare le performance del motore e il confort degli interni? Allora perché investire i propri soldi (con il rischio di perderne una parte se non tutti) in aziende che non si conoscono?

Prima di acquistare un titolo o effettuare un investimento è bene raccogliere tutte le informazioni possibili come se si stesse negoziando l’acquisto della prima casa (senza fidarsi ciecamente del parere del venditore)!

Ecco un decalogo, diviso per argomenti, sulle domande da porsi prima di puntare su una società quotata.

#### **Redditività.**

1. La crescita reddituale ovvero gli utili, stanno salendo o sono stabili? L’incidenza del margine operativo sul fatturato migliora? Se la società fa capire che si aspetta nei prossimi anni una forte crescita dei ricavi e della redditività è credibile questa visione? Ci aiutano a capire concretamente come e perché dovrebbero riuscire a fare nel prossimo futuro quello che (magari) non sono riusciti a realizzare fino a oggi?

#### **Multipli.**

2. I multipli sono convenienti? Ovvero la società è sottovalutata e presenta dei rapporti di mercato più bassi rispetto alla media del settore di apparte-

nenza? Com'è il rapporto prezzo-utili? Se i risultati sono influenzati da poste non ricorrenti, quali sono le previsioni di utili "normalizzati" futuri?

**Flottante.**

3. La società è scalabile? Nessun azionista o patto di sindacato detiene più del 50% più una azione? Se si tratta di un'Ipo come si sono comportati gli azionisti di maggioranza con le loro azioni? Sono passati solo all'incasso o credono concretamente nel futuro dell'azienda? Il management crede nella società come investimento e dunque sta acquistando azioni o è in corso un piano convincente di riacquisto di azioni proprie (buy back)?

**Mercato.**

4. Il mercato dove opera la società è interessante? Quali sono le previsioni future? Si tratta di un mercato in espansione o maturo? E' un settore con forti barriere all'entrata o no? Chi sono i principali concorrenti e come si stanno muovendo?

**Insider.**

5. Gli investitori istituzionali (fondi comuni italiani ed esteri, assicurazioni, fondi pensione, ecc.) hanno comunicato alla Consob di essere saliti sopra la soglia del 2%? Ci sono stati movimenti recenti significativi nell'azionariato? Fra gli azionisti principali della società (sul sito della Borsa Italiana gli "insider" devono obbligatoriamente comunicare eventuali movimenti) c'è stato qualche movimento significativo in acquisto o in vendita?

**Politica dei dividendi.**

6. I dividendi sono interessanti (maggiori del 3-4%)? Qual è il track record dei dividendi negli ultimi anni? Si tratta di dividendi sostenibili nel tempo o c'è il rischio che possano ridimensionarsi perché legati a entrate non ricorrenti o payout troppo elevati? Siamo sicuri, in sostanza, che i dividendi siano coperti da una vera generazione di cassa dell'attività caratteristica?

## **A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

### **Eventuali acquisizioni.**

7. Esistono aspettative di crescita mediante acquisizioni esterne di altre società? Nel passato il management della società ha dimostrato di avere avuto fiuto nelle acquisizioni, di non aver strapagato e di esser capace di gestire processi di integrazione e fusione?...

### **Credibilità.**

8. L'azienda è leader nel proprio business di riferimento? Comunica in modo tempestivo e trasparente? Nel passato quello che ha promesso lo ha mantenuto veramente (*questa domanda è per me fra le più importanti*)?

### **Eventuale turnaround.**

9. La società proviene da una fase di ristrutturazione, o la sta ultimando, e quindi prevede un ritorno all'utile o un forte incremento dei margini reddituali? Tali fattori non sono ancora incorporati nei prezzi e quindi è possibile anticipare il mercato?

### **Qualità e competitività.**

10. È in atto una convincente politica di marketing e pubblicitaria per spingere nuovi prodotti? Abbiamo acquistato gli stessi prodotti e usufruito dei servizi della società ritenendoci clienti soddisfatti? Il rapporto qualità prezzo è competitivo e ci possiamo ritenere dei clienti soddisfatti? Altrimenti, conosciamo qualcuno che opera nel settore dove opera la società sotto osservazione: cosa ne dice?

Ma, forzando il decalogo (per chi non vuole esaminare più saggiamente tutte le domande sopra) la regola sintetica per selezionare una buona small cap o un buon titolo (anche grande) resta spesso in sintesi solo una e ricorda il suggerimento di Keynes sull'elezione delle reginette in un concorso di bellezza:

a) La società ha una storia interessante e credibile?

- b) C'è da fidarsi del management e della proprietà? Quello che nel passato ha promesso l'hai poi mantenuto?
- c) Si sarebbe disposti a comprare questo titolo anche prima della partenza di un lungo viaggio intorno al mondo senza la possibilità quindi di poter modificare per diverso tempo la propria posizione e opinione?

E se si opera sulle small cap (che è bene selezionare quindi soprattutto sui “fondamentali” piuttosto che solo sui “grafici”) è bene ricordare anche che, per loro stessa definizione, sono titoli a bassa capitalizzazione e dunque possono soffrire di bassa liquidità. Ciò significa che per operare su di essi occorre attendersi una volatilità spesso più elevata. Quando infatti un titolo viene scoperto dalle “mani forti” i movimenti speculativi potrebbero far salire improvvisamente le quotazioni a causa dell'improvviso flusso di liquidità. Viceversa, in caso di notizie negative sulla società il calo, almeno inizialmente, potrebbe essere più rapido e violento. In altre parole: bastano pochi soldi per muovere molti di questi titoli e quando il denaro arriva i movimenti sono bruschi e veloci, più di quelli dei titoli a maggiore capitalizzazione. Se si investe su questi titoli è bene non aver fretta e farlo solo se si è convinti della scelta di base.

*“Meglio sempre ricordarsi del consiglio di Warren Buffet e comprare solo i titoli di un'azienda che fa un business comprensibile, senza farsi incantare da nomi esotici e altisonanti”* ricorda Andrea Andreis, analista finanziario di Studi e Investimenti Mobiliari di Torino. Il recente caso a Piazza Affari del titolo Uniland che si è presentata come la prima società specializzata nel “land banking” resta un caso da manuale (-50% negli ultimi 8 mesi dopo che gli azionisti di maggioranza hanno iniziato un collocamento silenzioso del titolo per allargare il flottante con la contestuale emissione di azioni per pagare le acquisizioni effettuate). I titoli a medio-bassa capitalizzazione non si addicono al day trader e all'investitore speculativo che pretende di operare di continuo chiudendo rapidamente le proprie posizioni in base magari all'andamento dei grafici. Ordini di poche decine o centinaia di migliaia di euro possono, infatti, in molti casi contribuire a far scattare segnali di acquisto o di vendita secondo gli indi-

## **A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

catori più diffusi guardati nello stesso tempo da migliaia di traders. E che vengono usati spesso al contrario da chi sa manipolare il mercato, sfruttando l'effetto “branco” di molti risparmiatori, ricorrendo anche a mezzi poco leciti come i messaggi “entusiasti” immessi nei forum di Borsa dove si evidenziano le rotture “significative” dei prezzi e la formazione di determinate figure “ricamate” dagli stessi abili quanto scorretti “untori”.

### **Il bello (ma anche il brutto) dei trading system e di un approccio flessibile.**

Come ho spiegato nei capitoli precedenti non sono un “fondamentalista integrale” e utilizzo anche in diversi portafogli un approccio di tipo quantitativo legato a vari indicatori di prezzo che ho tradotto con i miei collaboratori in trading system proprietari<sup>2</sup> che operano sulle azioni italiane, sulle scuderie di fondi e Sicav, sulle azioni estere, sugli Etf e sui derivati come il future S&P Mib40<sup>3</sup>.

Se sulle azioni di piccola o media capitalizzazione è peraltro possibile che esista una qualche forma (anche elevata) di asimmetria informativa che giustifica un approccio soprattutto di tipo discrezionale (e basato quindi sull'analisi fondamentale), riguardo le azioni a maggiore capitalizzazione o gli indici delle Borse (o dei comparti), dove la maggior parte degli addetti ai lavori dispone spesso delle stesse informazioni, può essere premiante, secondo il mio approccio, muoversi con una logica flessibile basata su una metodologia quantitativa. *“Per operare sui mercati finanziari è necessario avere una strategia ed una*

<sup>2</sup> L'utilizzo di diversi indicatori in questi anni (alcuni anche creati personalmente) dell'analisi tecnica e quantitativa mi ha portato col tempo, insieme ai miei collaboratori, a selezionarne i più interessanti per creare delle formule algoritmiche che incrociate con l'andamento quotidiano dei prezzi segnalano eventuali situazioni di acquisto o vendita dei titoli al fine di costituire portafogli che operano secondo una logica totalmente flessibile.

<sup>3</sup> Sui derivati l'approccio sviluppato da Borsa Expert in questi anni è stato anche utilizzato come strumento di copertura per attuare strategie long/short (come avviene semplificando nell'operatività degli hedge fund o dei fondi absolute total return) al fine di contenere la volatilità nelle fasi di prolungata discesa e cercare di trarre profitto anche dalle fasi di ribasso, almeno in alcune versioni di questa metodologia più speculativa. Maggiori informazioni e uno studio su questo approccio possono essere richieste per e.mail a ufficiostudi@borsaexpert.it

*tattica – osserva Giuseppe Belfiori, direttore di IGB Trading System - La strategia ci indica quali asset inserire nel portafoglio (obbligazioni, azioni, derivati) in funzione della propensione al rischio, degli obiettivi temporali e di altri fattori personali. La tattica ci indica come movimentare il portafoglio all'interno dei vincoli posti dalla strategia. Chiunque faccia trading, consapevolmente o inconsapevolmente esegue queste scelte: definisce gli asset come scelta di medio periodo, opera sui mercati finanziari con una tattica conseguendo continuamente scelte di breve periodo. Un trader vincente è un trader che dispone di una tattica che gli indica quando comperare e quando vendere. Quindi dispone di regole da seguire basate su indicatori, su oscillatori, su analisi fondamentali, su analisi tecnica...”.*

Evidentemente nella progettazione di un Trading System si parte dall'assunto che i movimenti di mercato non siano completamente casuali e si suppone che esistano, all'interno di una serie storica, delle regolarità di qualsiasi natura che possano essere individuate ed utilizzate per trarre un profitto. E il vantaggio di affidarsi a un trading system è quello di eliminare temporaneamente la soggettività e le valutazioni di tipo emotivo dal proprio processo decisionale. Il computer è, infatti, privo di emozioni, elabora e comunica in maniera sistematica le decisioni operative, l'ingresso e l'uscita dal mercato. L'investitore rimane comunque responsabile delle scelte di medio periodo e decide su quali strumenti finanziari applicare il trading system e quanto capitale assegnare ai diversi sistemi, eliminando lo stress dovuto al dover continuamente prendere decisioni rischiose in condizioni psicologiche non sempre ottimali. Con l'ulteriore vantaggio che la tattica e le strategie adottate possono essere testate sul passato (anche più arretrato) per sapere come si sarebbe comportato il portafoglio in specifiche fasi di mercato, studiando *ex-ante* come gestire con buona approssimazione il rischio di portafoglio.

Va da sé che i segnali di un trading system andrebbero replicati dall'investitore sempre: nella buona e nella cattiva sorte. Poiché nessuno può conoscere in anticipo quale sarà il segnale vincente e un trading system può mostrare (nonostante una curva dei profitti nettamente migliore dell'andamento del mercato) una percentuale di falsi segnali superiore al 50% delle operazioni effettuate.

## A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.



Tabella 37

Evidentemente non esistono solo lati positivi per i trading system (*dove comunque in un mercato avanzato come quello di Wall Street pesano per il 35% di tutta l'attività giornaliera, dimostrando che non sono proprio una fesseria se molte delle istituzioni principali li adottano spesso per la gestione del conto proprietà*) e sarebbe poco corretto non evidenziare i possibili limiti. Purtroppo non vi è, infatti, mai certezza che in futuro una serie storica continui a comportarsi come nel passato, per quanto la storia (come abbiamo visto nei capitoli precedenti) tende spesso a ripetersi.

“Il secondo inconveniente del trading sistematico - osserva Emilio Tomasini nella



bella prefazione al volume “Trading System”<sup>4</sup> di Enrico Malverti - *è che la forza psicologica per seguire un sistema è spesso superiore a quella necessaria per intraprendere una operazione discrezionale, soprattutto nel caso di operatori altamente qualificati che hanno un forte ego. I segnali di un sistema, infatti, sono spesso controintuitivi, anche se l'operatore ne conosce la logica sottostante. E il fatto che i sistemi si basino esclusivamente sulla statistica diminuisce l'orgoglio del trader che invece desidera l'affermazione del proprio ego. Nel caso di un prolungato drawdown (ovvero una flessione della curva cumulativa dei profitti) i dubbi che tormentano il trader meccanico sono esattamente quelli che tolgono il sonno al trader discrezionale. L'assillante domanda: “riuscirò ancora a guadagnare?” del trader discrezionale può essere tradotta con “il sistema funziona ancora?” del trader meccanico*<sup>5</sup>”.

## **W i cicli di Borsa... Ecco perché il “trend” può essere il tuo “friend” ...**

Chiarito, a scanso di equivoci, che non esistono, anche nel caso dei trading system, soluzioni perfette (che evitano di registrare perdite anche significative in determinati periodi avversi), l'applicazione nel tempo (non qualche mese ma anno...) ha fino a oggi dimostrato nell'esperienza dei portafogli di Borsa Expert che i trading system “onesti” possono fare meglio del mercato, tagliando realmente le perdite e facendo correre i profitti. Una gestione “razionale” degli investimenti nei portafogli di azioni, fondi o Etf che prescinde quindi completamente dal commento dei dati macro-economici a getto continuo che escano sui mercati oppure dalla possibile evoluzione dei prezzi dei titoli secondo il disegno che tracciano su un grafico. Seguire un approccio sistematico signifi-

<sup>4</sup> Il titolo completo è “Trading System - Progettare e realizzare sistemi automatici con TradeStation e Visual Trader” edito da Trading Library.it e scritto da Enrico Malverti.

<sup>5</sup> Da tenere a mente l'aneddoto sempre attuale ricordato da Emilio Tomasini attribuito a Richard Dennis, il super trader intervistato da Jack Schwager nel suo “Market Wizards”, il quale sosteneva che “se uno avesse pubblicato sulle colonne del Wall Street Journal un trading system profittevole nessuno nell'industria finanziaria lo avrebbe preso in considerazione perché l'ego dei trader impedisce di considerare con serenità qualsiasi input proveniente da terzi”.

## A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.

ca banalmente, infatti, avere una disciplina che spieghi quando entrare e quando uscire. Non fondando le proprie decisioni solo sul fiuto del momento, sulle proprie sensazioni o sull'ego (come coloro che credono di sapere dove vanno i mercati e ti spiegano che "può andare solo su" o "solo giù" con la stessa convinzione). Certo, applicando un approccio di questo tipo può accadere che si liquidino delle posizioni in perdita o che il mercato neghi poi questi segnali, andando poi nella direzione opposta. Ma quello che deve interessare a un investitore è il risultato finale del metodo seguito, vale a dire il rendimento complessivo ottenuto, da confrontare poi con l'andamento del mercato.

Con questo obiettivo abbiamo creato in questi anni dei portafogli di azioni italiane (si veda la Tabella 38 relativa a un portafoglio che opera soprattutto sui titoli dell'indice S&P Mib40 e che dimostra che si può creare valore aggiunto non solo sulle Small Cap o con l'analisi fondamentale), europee (legate all'Eurostoxx 50 come si evidenzia dalla Tabella 39) e riguardo le più importanti scuderie di fondi e Sicav.

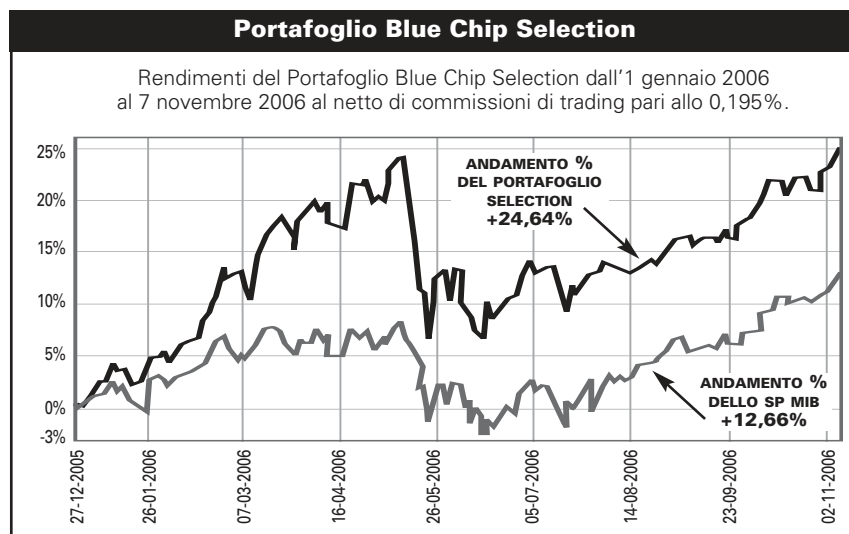


Tabella 38

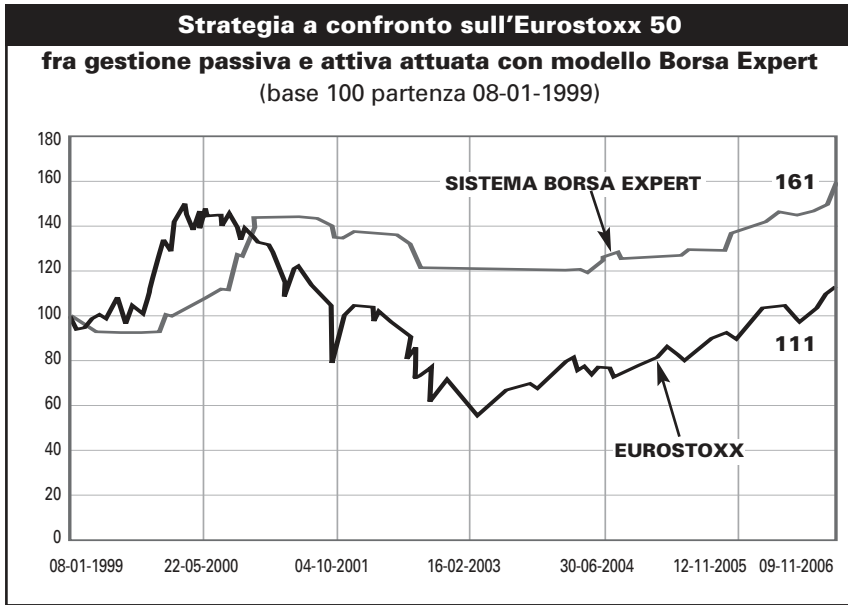


Tabella 39

Tutti sistemi fondati su una strategia attiva che significa che il portafoglio può oscillare dallo zero al 100% di investimento, selezionando i titoli o i mercati che, a parità di segnale di acquisto, presentano la maggiore forza. Un approccio che è risultato premiante in questi anni come si evince dalla tabella 37 che mette a confronto alcuni portafogli così gestiti con l'andamento di una gestione classica come quella attuata dalla maggior parte dei fondi d'investimento. Portafogli di azioni (italiane o europee) o di fondi che funzionano con la stessa logica (e metodologia), consigliando un numero massimo di posizioni da detenere, suggerendo le aree o titoli dove essere investiti, quando entrare e

## A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.

quando uscire (tramite segnali che inviamo ai nostri clienti via e-mail e sms). Una logica “total return” che fa sì che se a un certo punto un’area (o un titolo) è più forte di un’altra (mostrando una forza relativa sul mercato maggiore) il consiglio operativo sarà quello di acquistare quel comparto o quel titolo, facendo uscire il meno forte. Analogamente, in caso di inversione dei mercati al ribasso il sistema consiglierà di liquidare le posizioni dove è scattato il segnale di vendita (sono presenti anche degli “stop loss” dinamici in caso di forti aumenti della volatilità), consigliando di investire il ricavato in liquidità o su un titolo che presenta una posizione ancora rialzista e di forza relativa elevata.

Se si analizza l’andamento delle Borse internazionali a partire dal gennaio 2000 si scoprirà che l’indice MSCI World (che rispetta i pesi delle varie aree) segna a metà novembre 2006 ancora una perdita del 4% circa (senza considerare l’effetto cambio euro-dollaro). Una gestione “multimanager”<sup>6</sup> come quella attuata dal nostro portafoglio Planet Fund&Sicav avrebbe nello stesso lasso di tempo prodotto un rendimento medio di circa il 70% attraverso pochi aggiustamenti settimanali (in media due al mese).

Una diversificazione “flessibile” che reputo nel tempo la migliore risposta alla classica ripartizione a “pioggia” consigliata da molti addetti ai lavori, dove vige la logica del “fritto misto” o quella che gli americani chiamano ironicamente dello “zoo portfolio”. Nel caso di una diversificazione di fondi, infatti, con questo approccio si mettono in posizione tutte le aree geografiche (Europa, America, Asia, Estremo Oriente, Paesi Emergenti) e poi tutti i comparti (tecnologia, telecomunicazioni, biotecnologia, commodity...) indicati sempre come indispensabili da avere in portafoglio dopo che hanno raggiunto i massimi...

<sup>6</sup>Attuabile facilmente attraverso banche online come IwBank, Fineco o Online Sim che mettono a disposizione dei risparmiatori un’ampia gamma di fondi e Sicav quasi sempre senza commissioni di ingresso. Il nostro portafoglio “Planet” ([www.fondiexpert.it](http://www.fondiexpert.it)) seleziona in modo flessibile i fondi più interessanti (quasi sempre gestiti da gestori esteri) di tutte le principali sgr presenti sul mercato disponibili in quella piattaforma, formando un portafoglio iniziale che viene poi aggiornato settimanalmente in caso di eventuali variazioni. Un’operatività che può essere adottata anche su singole scuderie (esempio Schroder, Merrill Lynch, Fidelity, Morgan Stanley...) per operare più facilmente attraverso semplici “switch” da un comparto all’altro.

Una diversificazione totalmente passiva e senza senso che assomiglia veramente a quella attuata nei giardini zoologici dove si cercano di esporre tutte le specie di animali e che spesso ha al suo fondamento ragioni poco nobili, come quelle espresse nel capitolo IX. Ovvero piazzare nella realtà tutti i prodotti possibili al malcapitato sottoscrittore da parte delle reti di vendita a caccia perenne di commissioni e che vogliono scaricare sul cliente qualsiasi “rischio” di mercato, non fornendo alcuna vera consulenza a valore aggiunto se non quella basata sulla gestione “passiva”.

Un modo differente di operare, quello adottato spesso da Borsa Expert, secondo un approccio attivo e flessibile che reputo alla lunga premiante (*consigliando su capitali via via più elevati di affiancare un numero crescente di portafogli su mercati e strumenti finanziari diversi*) per diversificare in modo attivo i propri investimenti, cogliendo la rotazione settoriale che è un fatto naturale dei mercati in economie che si muovono secondo tendenze e cicli che si alternano.

Un approccio che non significa affatto per trasparenza ottenere sempre risultati migliori del mercato visto che può capitare comunque di ottenere per alcuni periodi (è capitato per esempio questa primavera ad alcune nostre linee di consulenza) performance inferiori a quelle del mercato, considerato che la flessibilità non è sinonimo di successo permanente. O significa saper prima... quello che accadrà dopo!

In conclusione, valutare di operare attraverso trading system collaudati sulle azioni o sui fondi può essere una buona opportunità (fino a quando evidentemente questo comportamento non sarà adottato dalla maggior parte degli investitori!) a patto di operare con metodo, senza frenesie da trading e illusioni di trovare scorciatoie di comprare ai minimi, vendere ai massimi e non perdere mai singole battaglie (l'importante è vincere la guerra ovvero generare nel tempo extra performance rispetto all'andamento del mercato).

**Del doman non v'è certezza,  
ma chi vuol esser lieto sia...**

*“Penso che le mie capacità analitiche siano alquanto scarse: però ho un fortissimo senso critico. Di professione io non sono un analista di azioni. Piuttosto, mi definirei uno che studia e analizza le insicurezze”.* E' una frase di George Soros, l'uomo che è passato alla storia della finanza per aver “distrutto la Banca d'Inghilterra” provocando nella notte del 16 settembre 1992 il crollo della sterlina e della lira e forzandone la loro uscita dal sistema monetario europeo. Un'operazione che fece guadagnare al suo Quantum Fund<sup>7</sup> circa un miliardo di dollari (ma che nella realtà fu ideata e realizzata dal suo braccio destro).

Le considerazioni e l'esperienza di Soros (raccontate in diversi libri citati) appaiono simili a quelli di Keynes che nella sua *“Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta”* aveva dimostrato che la piena occupazione era un'eccezione, così come secondo Soros l'equilibrio sui mercati si deve considerare un'eccezione. Voler quindi sempre trovare delle spiegazioni razionali all'andamento dei prezzi di Borsa è umano ma spesso poco utile, anzi talvolta controproducente quando crea un finto “effetto sicurezza” che non dovrebbe trovare mai residenza stabile nei mercati finanziari.

L'obiettivo di questo libro, giunto ormai alla conclusione (*che sicuramente non incontrerà il plauso di chi preferisce forse accreditare la figura del super esperto di Borsa che ha una risposta a ogni domanda del risparmiatore*) non è, infatti, quello di distruggere l'investimento in azioni (al contrario). Ma porre dei dubbi (quello che in piccola parte spero di esser riuscito a spiegare con questo libro “contrarian”) sulla capacità di poter prevedere l'andamento dei mercati finanziari, co-

<sup>7</sup> Lo stesso Quantum Fund di Soros collezionò anni pesantemente negativi come una perdita del 26% realizzata nel solo mese di settembre del 1981. Eccezionali comunque le performance realizzate in un trentennio di attività speculativa soprattutto sulle valute. Nel 1969 George Soros e il suo partner Jim Rogers crearono il Quantum Fund con 4 milioni di dollari. In 32 anni questo hedge fund rese poi il 31% di media all'anno. Nella sua biografia Soros ha ricordato anche uno dei motivi particolari del successo di questo fondo, anti-conformista anche nella selezione del personale: *“Volevamo dei neofiti perché in quei tempi avevamo una sola certezza: non volevamo avere niente a che fare con Wall Street. Eravamo convinti, infatti, che chiunque avesse alle spalle un'esperienza a Wall Street fosse irrecuperabile, praticamente rovinato per sempre”.*

me una certa pubblicitaria cerca di fare (e molti risparmiatori sembrano pretendere), alimentando false attese e scelte non consapevoli che passano spesso attraverso la creazione di “guru” ed “esperti” per ogni stagione.

Convincendo infine il risparmiatore a non fidarsi ciecamente di nessuno in tema di investimenti, quando si parla di rendimenti “garantiti” o previsioni “sicure”. Compreso del sottoscritto (se un giorno dovessi mettermi a raccontare “balle” di questo tipo che a diversi risparmiatori evidentemente piace ascoltare), naturalmente. Uno scetticismo di base che deve valere anche per il Risparmio Gestito dal sistema bancario (dove a fronte di pochi “purosangue” si disputano il campo una notevole quantità di “brocchi” secondo le stesse statistiche del settore) in un mercato come quello italiano caratterizzato da una reale scarsissima concorrenza visto il potere assoluto del sistema capitalistico dei “soliti noti”. Un’anomalia che non si riscontra in queste proporzioni in altri Paesi dove il risparmio gestito è aperto realmente anche a gruppi indipendenti (senza barriere all’ingresso quasi insormontabili come è adesso) che gestiscono una quota significativa del risparmio.

Per un investitore, infine, credo sia più importante avere una strategia e un metodo da seguire nell’alternarsi delle stagioni (che può essere anche quello di affidarsi a una buona società di gestione del risparmio), consci che non sempre si potrà “vincere” ma che solo un approccio disciplinato potrà nel tempo produrre dei risultati significativi, avendo la forza di mantenere un atteggiamento distaccato nei confronti dei propri investimenti.

Non a caso le storie dei più grandi trader e money manager hanno indicato nel loro percorso una motivazione più forte della media. In circostanze avverse nelle quali molti si sono ritirati, loro hanno avuto, infatti, la costanza di mantenere i nervi saldi, usando “l’esperienza” come parte del processo di crescita. Tutto questo mostrando una fiducia piena nella propria abilità e metodologia poiché il successo arriva quasi sempre se si sanno seguire le regole che si sono stabilite (non cambiandole in continuazione) anche quando tutti dicono o fanno l’opposto.

Altrimenti se non si è in grado di gestire queste emozioni, la stessa esperien-

## **A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

za insegna che sarebbe meglio evitare la Borsa e le “mode”<sup>8</sup> del momento. Nella realtà, la storia dei mercati finanziari indica, infatti, che tutti possono apparire degli “idioti” in certe fasi di mercato visto che nel settore finanziario nessuno ha la sfera di cristallo nonostante la carica più o meno importante (col relativo compenso) che si può ricoprire in qualsiasi istituzione. Da analista a gestore, da economista a giornalista.

*“Prima sopravvivi e poi pensa a far soldi: questo è il mio motto”*. A dirlo è George Soros che, evidentemente, nonostante il patrimonio accumulato ancora non ha acquisito la più totale sicurezza sull’argomento. Un consiglio sempre prezioso.

### **Infine i consigli (sempre validi) di Jim Rogers.**

E’ stato socio fondatore del Quantum Fund insieme a George Soros, eccentrico miliardario (in dollari) americano. Jim Rogers, 64 anni, è una voce fuori dal coro nel mondo della finanza statunitense e certamente non manca di fantasia unita a una notevole capacità di cogliere le tendenze principali dei mercati. Il suo studio sull’economia mondiale non passa solo attraverso la lettura e l’interpretazione dei canonici report ma in questi anni ha trovato il tempo di mollare il lavoro per 5 anni e concedersi due giri intorno al mondo: il primo in motocicletta con una Bmw e il secondo in automobile. Una fiammante Mercedes gialla SLK 230 con assetto da pickup con tanto di traino (in tinta) per mettere le valigie e realizzare il suo viaggio dei sogni insieme alla fidanzata, Paige Parker, 38 anni (oggi sua moglie). Un modo originale anche per fare un reportage ([www.jimrogers.com](http://www.jimrogers.com)) di immagini, impressioni (il libro *Adventure Capitalist*) e informazioni di carattere sociale, eco-

<sup>8</sup> In proposito secondo Peter Lynch vanno “evitate le azioni ‘di moda’, quelle attualmente sotto i riflettori così come i settori considerati ‘cool’ in un particolare momento. Le mode, si sa, sono passeggera e il rischio di comprare azioni sopravvalutate dal mercato è molto elevato. Evitate quindi le azioni delle società considerate le ‘future IBM’, le future ‘Walt Disney’, le ‘future Intel’. Non investite in società che operano in settori che non conoscete. Prediligete le azioni delle società che offrono un prodotto o un servizio a voi familiare e di cui siete clienti. Sarà più facile selezionare quelle che hanno secondo voi un vantaggio competitivo”.



nomico, culturale e culinario (con il primo giro del mondo in moto di quasi 2 anni tra il '90 e il '92 aveva pubblicato un interessante resoconto contenuto nel libro *"Investment Biker"*). Dopo l'incredibile successo del Quantum Fund all'inizio degli anni '80 Jim Rogers si è preso lunghi periodi di vacanza per ritornare protagonista della scena finanziaria negli ultimi anni, puntando con grande successo soprattutto sul mercato delle materie prime (petrolio, zucchero, caffè...) con il lancio anche di un indice, il Rici (Rogers International Commodity Index) che ricalca un paniere di materie prime. Ecco i suoi consigli, in sintesi, tratti anche da un incontro a Milano dove ho potuto intervistarlo nella primavera 2005:

**Siate pazienti.** E' la cosa più difficile per gli investitori ma è il fattore più importante: saper aspettare il giusto momento. Movimentare continuamente la propria posizione e cambiare continuamente opinione, senza metodo, significa andare dritti verso il fallimento e accumulare perdite sempre più copiose.

**Espandete i vostri orizzonti.** Occorre saper pensare differente e andare fuori dai soliti schemi. Non guardate solo il mercato che conoscete di più ma informatevi anche sugli altri per valutare altre opportunità con occhi e orecchie sempre aperti.

**Conoscete i fondamentali.** Non fidatevi troppo dei grafici, ottimi per conoscere il passato, ma guardate soprattutto al valore intrinseco dei vostri investimenti e alle ragioni che possono spiegarne il successo. Non investite con azzardo ma con buon senso.

**Pensate al lungo periodo.** Molti investitori si concentrano sui risultati nel breve termine e spesso si accontentano di piccoli guadagni, movimentando all'infinito la posizione o facendosi prendere dall'apprensione quando i mercati scendono improvvisamente. Ma i soldi veri sui mercati finanziari si rea-

## **A modo mio. A caccia di buone azioni con la mente aperta.**

lizzano sapendo mantenere le posizioni e puntando ai guadagni a 2 e 3 cifre senza guardare al “giorno per giorno”.

**Utilizzate il buon senso.** Per comprendere gli investimenti potenziali più interessanti non occorrono analisi troppo complicate, aver frequentato corsi esclusivi o essere maghi di matematica finanziaria. Il vecchio buon senso basta e avanza se utilizzato con metodo. Vale la regola di Warren Buffet: “se un investimento non lo capite, non lo fate”.

**IN SINTESI**

**Il premio Nobel per l'economia Paul Samuelson ha spiegato che investire in Borsa dovrebbe essere considerata un'attività come seminare un giardino e attendere che l'erba cresca e non qualcosa di simile a Las Vegas. A leggere la storia di Warren Buffett, ma anche di molti grandi investitori (anche con approcci di tipo non fondamentale), si impara che nessun "venerdì nero" o "lunedì grigio" può preoccupare chi investe in Borsa in modo equilibrato, metodico e disciplinato. E non si lascia trascinare dall'euforia o dall'isteria dei mercati, guardando ogni minuto le quotazioni e il valore del proprio portafoglio. Peter Lynch, uno dei più grandi gestori del secolo passato, ha ricordato come: "Se alla fine del 1927 un risparmiatore avesse investito 20.000\$ in obbligazioni di società a un tasso di interesse del 5% e poi si fosse addormentato per 60 anni, nel 1997 si sarebbe trovato con un patrimonio di 373.584\$, abbastanza per permettersi un appartamento, una Volvo e un buon taglio di capelli. Se invece avesse investito in azioni, che nello stesso periodo hanno offerto un rendimento del 9,8%, si sarebbe ritrovato al suo risveglio con 5.459.720 dollari. Poiché dormiva, né il crack della Borsa Americana del '29, né le perturbazioni dell'87 l'avrebbero spaventato". L'esperienza di questi anni dovrebbe aver dimostrato che i mercati azionari premiano prima di tutto la strategia rispetto alla casualità, il valore rispetto al prezzo, il ragionamento rispetto all'istinto del gregge. Un investimento consapevole (senza coltivare l'illusione di facili e immediati guadagni) resta quindi la strada più corretta per puntare sui mercati azionari.**

## Ringraziamenti

Contrariamente ai romanzi di Michael Crichton i contenuti e i fatti di questo libro non sono puramente immaginari. Per realizzare questo libro devo perciò ringraziare innanzitutto molti risparmiatori, internauti e abbonati ai miei servizi che sono stati (e saranno sicuramente anche in futuro) una fonte di stimolo costante. L'idea di questo libro di riflessioni sui mercati finanziari è stata concepita addirittura all'inizio degli anni '90, volendo raccontare le numerose similitudini fra crisi e euforia dei "favolosi" anni '80 (*lette attraverso gli scritti di Giuseppe Turani, cantore prima del "nuovo miracolo economico" e poi della "super crisi"*) in relazione a quanto era accaduto nel 1929. Allora (erano i tempi del "panino e listino") le fonti di informazione non erano certo numerose come oggi. Ricordo in particolare come sorgenti di idee la "Lettera Finanziaria" di Turani (fortunatamente disponibile in consultazione presso la Biblioteca Civica di Torino), il quotidiano "La Repubblica" di Eugenio Scalfari insieme a Capital di Paolo Panerai. Una maggiore sedimentazione delle idee e un'esperienza sul campo particolarmente intensa e articolata (che hanno deviato talvolta il mio obiettivo) hanno prorogato di qualche lustro la data di effettiva realizzazione per un libro che non vuole essere un "saggio" teorico ma riflettere anche l'esperienza a questo punto ventennale (vincente e perdente) nel settore borsistico del sottoscritto.

In questi anni ho, infatti, accumulato diverso materiale sull'argomento come la lettura di migliaia di libri, saggi e articoli su riviste e quotidiani ma solo quest'estate mi sono deciso a passare all'azione mettendo a frutto anche il "track record" accumulato nel settore. Da operatore titoli, analista, giornalista economico-finanziario, spettatore, appassionato, lettore avido di giornali finanziari... Ma al di là della teoria i soldi persi in Borsa sicuramente sono sempre stati alla fine la lezione migliore e più proficua. Quelli guadagnati solo la ricompensa per l'impegno dedicato e il "fiuto" (fino a ora) sviluppato.

E un ringraziamento speciale va quindi alla mia famiglia (e a papà Pietro, maresciallo dei Carabinieri oggi in pensione, che ha acceso la mia passione) che mi ha permesso di seguire fin da giovanissimo le mie inclinazioni e passioni, mettendomi anche a disposizione i primi capitali per "testare" le varie teorie di Borsa. Con risultati eccellenti nel tempo (il famoso medio-lungo periodo) ma anche drammatici a un certo punto (all'inizio degli anni '90) per il fallimento di un agente di cambio che come in un romanzo ha sembrato voler mettere alla prova il Destino, azzerando quasi le fortune iniziali della mia famiglia (il famoso Drawdown). Un evento inizialmente negativo che col tempo si è rivelato (per le

## Ringraziamenti

scelte di vita personali conseguenti) una sorta di punto di minimo da cui è iniziata una fase poi totalmente nuova e positiva (*grazie anche all'offerta di lavoro solitaria all'inizio degli anni '90 di un certo Virgilio Degiovanni di trasferirmi a Milano per occuparmi delle sue riviste, un imprenditore discusso ma che come editore ha concesso sempre la massima libertà di pensiero e azione ai giornalisti delle sue testate, qualità non frequente in questo settore*). Un punto di minimo che mi ha insegnato sicuramente come una “discesa”, un anno “horribilis” e gli inevitabili errori non pregiudicano mai le possibilità di riscatto e rivincita. Anzi. L'importante è sempre avere poi obiettivi, metodo e disciplina per costruirsi la propria Fortuna.

In questa pubblicazione ho potuto dal punto di vista editoriale contare anche parzialmente (spesso rielaborandoli) sui contributi elaborati personalmente in questi anni per siti internet come *Bluinvest.com*, *Soldionline.it* e *BorsaExpert.it* (che sotto la mia direzione ha potuto contare su una squadra incredibile che oggi si è sparsa nella comunità finanziaria italiana)<sup>1</sup> o su giornali come *Borsa & Finanza*, *Milano Finanza*, *MF*, *Il Valore* (sotto la direzione precedente di Alessandro Secciani, già direttore di *Borsa & Finanza* dei tempi d'oro, fucina incredibile di tanti giornalisti, analisti e creativi, da Stefano Elli a Luca Villani, da Teresa Campo a Massimo Brambilla, da Federica Pezzati a Giovanni Maiani e Filippo Buraschi, tra gli altri).

Se qualcosa che avete letto vi sembra perciò di averla anche in piccola parte già vista è perché non ho resistito alla tentazione (ecologica, però) di “riciclare” (rivedendoli però totalmente) gli scritti e le interviste che mi sembravano ancora attuali (un segno anche della coerenza del mio pensiero). Un “viziato” comunque tipicamente giornalistico che ha precedenti illustrissimi.

La redazione del testo ha tenuto impegnato non solo il sottoscritto ma ha coinvolto anche i miei più stretti collaboratori come Roberta Rossi (*socia e moglie, vera mia metà nella vita e nella ditta*), Francesco Pilotti e Assunta Cicchella il cui contributo è stato veramente prezioso, sopportando con pazienza tutte le mie molteplici richieste nella ricerca di dati e nella lettura critica del testo. Una squadra che si è estesa a Mario Rossi e Cristina Vi-

<sup>1</sup> Fra tutti un grazie speciale al vecchio “team” di *Bluinvest* e in particolare a Alessandro Aldrovandi, Andrea Andreis (menzione speciale per alcuni suggerimenti inviati al capitolo X), Emanuele Oggioni, Fabrizio Barini, Alessandro Broi, Jean-Philippe Bordonni, Lorenzo Colombo, Elisabetta Fabbri, Silvia Ferrara, Silvio Giannullo, Maria Giardini, Elisabetta Ricca, Gabriele Romoli, Roberto Ricci, Ettore Ruber, Onofrio Sasso, Riccardo Spinelli, Massimiliano Volpe e infine a Ugo Bertone, presidente, a cui ho passato il testimone.

## Ringraziamenti

ganò che dalla correzione delle bozze all'impaginazione grafica hanno lavorato alacrememente in tempi rapidi e condizioni spesso difficili (come la camera di una clinica per Mario Rossi che l'operazione di quattro bypass al cuore non ha sottratto comunque alla preziosa collaborazione).

Un ringraziamento inusuale va anche alle località dove ho scritto questo libro nelle sedi da dove vivo e lavoro grazie alla moderna tecnologia che mi ha trasformato in un "essere digitale" (tutti i collaboratori di Borsa Expert lavorano da casa via internet, investendo come società moltissimo in tecnologia e ricerca al fine di vivere e lavorare meglio oltre che stare al passo con i mercati con l'utilizzo di trading system sempre più avanzati e innovativi) che cerca però di apprezzare il lato bello della vita reale. A Lerici, perla del Golfo dei Poeti (e degli scrittori), che evidentemente (nome omen) ha acceso in me la voglia di cimentarmi in questa opera; alle Langhe dove nella casa-ufficio di campagna ho potuto maggiormente concentrarmi (*con soste salutari all'Enoteca 'Momenti di Vino' e al Bar Roma di Santo Stefano Belbo*); a Milano dove l'efficientismo lombardo mi ha costretto giocoforza a dare una data di scadenza (la famosa *deadline*) alla stesura di questa pubblicazione.

Scrivere un libro di questo tipo significa spesso aprire continuamente il libro dei ricordi e un ringraziamento speciale va quindi anche a tutti i miei ex colleghi, dipendenti, operatori del settore (fra tutti Enzo Lombardo) nonché soci della prima ora con i quali ho condiviso le prime esperienze di Borsa e imprenditoriali. Da Daniele Bevacqua a Fabrizio Cortina fino a Cosimo Pastore, oggi anchor-man di Borsa e pierre fra i più quotati. Ma anche ai siti "concorrenti" di finanza con i quali ho sempre avuto ottimi rapporti di "vicinato" nel web (siamo solo 100 milioni!) come soprattutto Soldionline diretto da quella grandissima persona che è Diego Pastorino e Lombard Report di Emilio Tomasi (a cui devo un pranzo). O al sito BorsaDomani di quel Rosario Di Pietro, mente siciliana finissima, che rappresenta in Italia sicuramente il vero grande vecchio del settore della consulenza finanziaria (vanta un'attività avviata sin dagli anni '60). Un settore che esiste da molti anni sotto l'impulso soprattutto di società come A.D.B - Analisi Dati Borsa di Torino di Gian Enrico Plevna, Win Consulting di Cosimo Natoli, o analisti tecnici e studiosi di trading system "storici" come Sergio Paolino o fra i più promettenti Giuseppe Belfiori ([www.igbtradingsystem.com](http://www.igbtradingsystem.com)), fra gli altri. O associazioni meritorie come l'Aiaf ([www.aiaf.it](http://www.aiaf.it)) degli analisti finanziari diretta da Gianpaolo Trasi o la Siat ([www.siat.org](http://www.siat.org)) degli analisti tecnici (presidente Adalberto Tronfi) che hanno in questi

## Ringraziamenti

anni contribuito a far crescere il livello della ricerca. Un settore quello della consulenza finanziaria indipendente che conta da tempo anche associazioni di settore come Assoconsulenza diretta da Stefano Masullo o la più recente Nafop presieduta da Cesare Armellini, in attesa di una legge in Italia (che recepirà la direttiva Mifid del 2004) sulla categoria che si spera non sia espressione dell'interesse dei soliti noti o di chi vuole lucrarsi sopra, assegnando "patenti" a caro prezzo per esercitare una professione che ha nel libero pensiero e nell'indipendenza il caposaldo principale (visto che le "formule vincenti" per valutare le società quotate non esistono).

Per l'elaborazione dei grafici di Borsa un sentito ringraziamento va a Enzo Lionetti di Adb ([www.adb.it](http://www.adb.it)) oltre che a Bull & Bear ([www.bullbear.it](http://www.bullbear.it)) e per i dati sul fenomeno trading online un grazie sentito va anche a Andrea Fiorini, caposervizio di Borsa & Finanza, vera autorità in materia.

Un grazie anche a Gabriele Capolino, direttore ed editore associato di Milano Finanza che mi ha aiutato a sintetizzare in maniera più felice il titolo del libro: *"Bella la Borsa, peccato quando scende"*. E infine un ringraziamento al mio amico "storico" di infanzia Roberto Gallo Cassarino, imprenditore in Italia dalla Thailandia (via web dirige la sua azienda grazie a eccellenti collaboratori e una "vision" sempre originale), che leggerà questo libro dall'altra parte del pianeta.

E grazie a voi, soprattutto, se siete arrivati a leggere fino a questa pagina!

## 99 libri per saperne di più

<b>Autore</b>	<b>Titolo</b>	<b>Casa Editrice</b>
Alessandro Aleotti	Borsa e Industria	Edizioni di Comunità
Marco Liera, Andrea Beltratti	Capire la Borsa	Il Sole 24 Ore
Theo Delia-Russell, Antonello Di Mascio	Wealth Management	Il Sole 24 Ore
Thomas A. Bass	Sbancare a Wall Street	Feltrinelli
Ravi Batra	Come sopravvivere alla grande depressione del 1990	Sperling & Kupfer Editori
Ravi Batra	Il crack finanziario 1998-1999	Sperling & Kupfer Editori
Philippe Labarde, Bernard Maris	O la Borsa o la vita	Ponte Alle Grazie
Peter L. Bernstein	Oro	Longanesi & C.
Giorgio Bocca	Il dio denaro	Oscar Mondadori
Roger Bootle	Soldi dal nulla	Il Sole 24 Ore
Salvatore Bragantini	Capitalismo all'italiana	Baldini&Castoldi
Warren Buffett	L'investitore intelligente	Lindau
Larry Burkett	Your complete guide to financial security	Inspirational Press
Stefano Calamita	Mai più perdite in Borsa	Experta Edizioni
Edward Chancellor	Un mondo di bolle	Carocci
Onelio Onofrio Francioso, Christina Franzoni	La Borsa alle stelle	Sperling & Kupfer Editori
Buffett M. Clark D.	The new Buffettology	Simon & Schuster
Giuseppe Cloza	La vendetta del risparmiatore	Stampa Alternativa
Cynthia Crossen	Vita da miliardari	Il Sole 24 Ore
Carlo De Benedetti	L'avventura della nuova economia	Longanesi & C.
Renato Di Lorenzo	Come guadagnare in Borsa	Il Sole 24 Ore
Renato Di Lorenzo	Guadagnare in Borsa con l'analisi tecnica 1,2,3	Il Sole 24 Ore
David Dreman	Contrarian Investment Strategies: The next generation	Simon & Schuster
Nicholas Dunbar	Anche i Nobel perdono	Egea
Richard E. Evans	The index fund solution	Simon & Schuster
Ric Edelman	The truth about money	Georgetown University Press
Christopher Graja, Elizabeth Ungar	Investire nelle Small Cap	Bloomberg Investimenti ed Egea
Philip A. Fisher	Common Stocks and uncommon profits	John Wiley and Sons
Achille Fornasini	Analisi Tecnica dei mercati finanziari e trading on line	Etas
Enrico Franceschini	Wall Street la Borsa e la vita	Sperling & Kupfer Editori
J.K. Galbraith	Il Grande Crollo la crisi del 1929	ETIAS Kompass
John Kenneth Galbraith	Breve storia dell'euforia finanziaria	Rizzoli
John K. Galbraith	Soldi	Rizzoli
GiancarloGalli	Tutti miliardari	Rusconi
Giuseppe Oddo, Giovanni Pons	L'intrigo	Feltrinelli



## Bibliografia

<b>Autore</b>	<b>Titolo</b>	<b>Casa Editrice</b>
Cesare Armellini, Luca Mainò, Giuseppe Romano	Manuale del consulente finanziario indipendente	Il Sole 24 Ore
Janet Gleeson	L'uomo che inventò il denaro	Rizzoli
Kevin Goldstein-Jackson	Share Millions	Paperfronts
Leo Gough	Trading the world's markets	John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd
Robert G. Hagstrom J.	Far soldi in Borsa alla maniera di Warren Buffet	Sperling & Kupfer Editori
Tim Harford	L'economista mascherato	Rizzoli
Robert Heller	Warren Buffett	Dorling Kindersley
Paolo Legrenzi	Psicologia e investimenti finanziari	Il Sole 24 Ore
Arthur Levitt	Il risparmiatore ingannato	Passigli Editori
Marco Liera	Le Borse	Il Sole 24 Ore
Marco Liera	I fondi comuni	Il Sole 24 Ore
Marco Liera	Gli investimenti alternativi	Il Sole 24 Ore
Marco Liera	Re Di Denari	Sperling & Kupfer Editori
Giuseppe Lo Martire	Come si legge il bilancio	Buffetti Editore
Fabrizio Barini Angelo Drusiani, Lorenzo Marconi Marco Marinelli	Investire con sicurezza	Etas
Marco Borsa, Luca De Biase	Capitani di sventura	Mondadori Editore
Maria Adelaide Marchesoni, Valeria Novellini, Luigi Tramontana	Analisi Fondamentale	Il Sole 24 Ore
Peter Lynch	Beating the street	Simon & Schuster
Burton G. Malkiel	A zozzo per Wall Street	Sperling & Kupfer Editori
Michael J. Mandel	Internet Depression	Fazi Editore
Virgilio Degiovanni, Marco Mottana	Investire con successo	Editrend
Simone Mariotti Bernard Maris	L'investitore libero Lettera aperta ai guru della finanza che ci prendono per imbecilli	Maggioli Editore Ponte Alle Grazie
Emilio Tomasini Enrico Malverti, Massimiliano Scorpio	Il trading sistematico di Borsa	FrancoAngeli
Leonardo Maugieri	Petrolio	Sperling & Kupfer Editori
Giuseppe Migliorino	I segreti di Warren Buffet per investire in Borsa	Borsari
Gregory J. Millman	Day Trader	Il Sole 24 Ore
Mark Mobius	On Emerging Market	Financial Times Pitman Publishing
James Morton	Investing with the great masters	Financial Times Pitman Publishing
Massimo Mucchetti	Licenziare i padroni?	Feltrinelli
Joseph G. Nicolas	Investire negli hedge funds	Bloomberg Investimenti ed Egea

# Bibliografia

<b>Autore</b>	<b>Titolo</b>	<b>Casa Editrice</b>
William J. O'Neil	How to make money in stocks	Mc Graw-Hill
Paola Pampana	I signori della truffa	Editori Riuniti
Riccardo Ferretti, Paola Vezzani	La gestione del risparmio	Il Sole 24 Ore
John Allen Paulos	Un matematico gioca in Borsa	Garzanti
Martin J. Pring	Analisi tecnica dei mercati finanziari	Mc Graw-Hill
Jim Rogers	Hot Commodities	John Wiley & Sons
Greenville, S.C. Mckay	Reminiscences of a stock operator	Trader Press
Paolo Sasseti	Investire Controcorrente	FrancoAngeli
Beppe Scienza	Fondi, polizze e Parmalat. Chi è peggio?	Edizioni Libreria Cortina Torino
Beppe Scienza	Il risparmio tradito	Libreria Cortina Torino
Gaetano Megale Flavio Miglioli, Sergio Sorgi	Kit di sopravvivenza del risparmiatore	Il Sole 24 Ore
Robert J. Shiller	Euforia irrazionale	Il Mulino
Robert J. Shiller	Il nuovo ordine finanziario	Il Sole 24 Ore
Giovanni Siciliano	Cento anni di borsa in Italia	Il Mulino
Jeremy J. Siegel	The future for investors	Crown Business
Jeremy J. Siegel	Rendimenti finanziari e strategie di investimento	Il Mulino
Adam Smith	The Money Game	Vintage Books Random House
George Soros	L'alchimia della finanza	Ponte Alle Grazie
Riccardo Staglianò	Cattive azioni	Editori Riuniti
Renato Mannheimer, Patrizia Misciatelli, Stefania Operto	Occhio alla borsa	FrancoAngeli
Filippo Stefanini	Hedge Funds Strategie di investimento	Il Sole 24 Ore
David F. Swensen	Unconventional success	Free Press
David F. Swensen	Strategie avanzate di gestione del portafoglio	Il Sole 24 Ore
Fabio Tamburini	Un siciliano a Milano	Longanesi & C.
Fabio Tamburini	Affari in Piazza	Longanesi & C.
Giuseppe Turani, Teo Dalavecuras	Come si gioca in Borsa	Sperling & Kupfer Editori
Luca Torosantucci	Guadagnare in Borsa con il metodo di Martin Zweig	Experta Finanza
John Train	Famous Financial Fiascos	Fraser
Giuseppe Turani	Dal superboom alla supercrisi	Rizzoli
Giuseppe Turani	Briganti e gentiluomini della finanza italiana	Sperling & Kupfer Editori
Thomas Stanley, Ph.D. William D. Danko	Millionaire Next Door	Longstreet Press
Byron Wyen	Soros su Soros	Ponte Alle Grazie
Martin Zweig's	Winning on Wall Street	Warner Books