

# ACADEMY

Tecniche, metodi, strumenti: conoscere di più per investire meglio

Ha costruito il suo successo con l'originalità di idee e tecniche di investimento che hanno messo in discussione i luoghi comuni imperanti sui mercati. Solido psicologicamente e molto flessibile, ha sempre fatto tesoro degli errori. Ora è tornato sulla breccia

■ di Ernesto Caggiano

**M**ichael Steinhart merita sicuramente un posto tra i grandi investitori del XX secolo, non tanto per le performance conseguite dai fondi gestiti dalle sue società, peraltro di tutto rispetto, ma soprattutto per l'originalità delle sue idee sulle tecniche di investimento e di trading, che mettono seriamente in discussione luoghi comuni molto diffusi tra gli operatori sui mercati finanziari.

Steinhart cominciò a lavorare a Wall Street giovanissimo, essendosi laureato alla Wharton School of Finance dell'Università della Pennsylvania a soli diciannove anni, nel 1960. Dopo alcuni anni trascorsi come analista e giornalista finanziario, nel 1967 fondò la sua società di gestione di capitali, la Steinhart, Fine and Berkowitz, divenuta, verso la fine degli anni 70, Steinhart Partners, che per quasi trent'anni, fino alla fine del 1995, allorché Steinhart si ritirò momentaneamente

## I GRANDI INVESTITORI



**Michael H. Steinhart**

NATO NEL 1940 A BROOKLYN, NEW YORK, È STATO UN GESTORE DI GRANDE SUCCESSO DI PORTAFOGLI E FONDI HEDGE, AFFERMANDOSI PER L'ORIGINALITÀ DELLE SUE IDEE. RECENTEMENTE È TORNATO SULLA SCENA CON ETF MOLTO INNOVATIVI.

# M. STEINHARDT, FORZA & UMILTÀ DI UN GRANDE CONTRARIAN

**L'APPRENDISTATO PER DIVENTARE TRADER È LUNGO E FATIGOSO, UN CORSO FORMATIVO IRTO DI OSTACOLI E DELUSIONI. NON È SUFFICIENTE LEGGERE DECINE O CENTINAIA DI LIBRI CONTENENTI PRESUNTE RICETTE VINCENTI, MA È INEVITABILE OPERARE PER ANNI, SPESSO PAGANDO DI TASCA PROPRIA, PRIMA DI INTRAVEDERE L'ORDINE SEGRETO CHE PUR ESISTE NELL'APPARENTEMENTE CAOTICO MOVIMENTO DEI PREZZI. MOLTO UTILE, COME IN TUTTE LE ATTIVITÀ, È ATTINGERE ALL'ESPERIENZA VISSUTA DI CHI LA SFIDA L'HA GIÀ VINTA, OPERANDO PER ANNI CON STRAORDINARIO SUCCESSO SULLA PIÙ GRANDE PIAZZA FINANZIARIA DEL MONDO, CIOÈ LA BORSA DI NEW YORK.**



te dagli affari, ha avuto una performance media lorda del 30%, cioè di quasi il 25% per i clienti, dopo la decurtazione delle commissioni di gestione e di performance. I non pochi investitori che gli sono stati fedeli per tutta la carriera hanno visto ogni dollaro investito nel 1967 diventare, nel 1995, la bellezza di 481 dollari, contro i solo 19 dollari che sarebbe stato il risultato finale di un investimento nello S&P 500.

Dopo essersi ritirato dagli affari Steinhardt si è dedicato ad attività culturali e filantropiche, come membro del comitato direttivo di numerose università e presidente della fondazione da lui costituita, la Steinhardt Foundation for Jewish Life, che promuove lo studio e la diffusione della conoscenza della cultura ebraica.

Nel 2004 ha parzialmente ripreso la sua attività di finanziere e attualmente è presidente di WisdomTree, una società che propone ETF innovativi su indici non costruiti sulla base della capitalizzazione di mercato delle aziende, ma su altri criteri, quali i tassi di crescita dei dividendi e degli utili. WisdomTree, in pochi anni, ha avuto un enorme successo, e attualmente ha in gestione più di 5 miliardi di dollari.

Steinhardt ha sempre considerato se stesso più un investitore che un trader in senso stretto, nel senso che non si è mai limitato a speculare sui movimenti di breve termine del mercato, ma ha sempre cercato di utilizzare tutti gli strumenti d'investimento disponibili (azioni, bonds, futures, etc...) e di variare l'orizzonte temporale (da pochi giorni ad alcuni anni) a seconda delle differenti situazioni di mercato.

Ha, inoltre, espressamente dichiarato di non usare praticamente nessuno

degli strumenti che fanno ormai parte dell'armamentario di ogni piccolo o grande speculatore: non studia i grafici né usa l'analisi tecnica, non utilizza gli stop - loss, non entra in una posizione sulla base del break - out o break - down rispetto a precedenti livelli di prezzo, non compra sulla forza né vende sulla debolezza. Nulla, insomma, di tutto ciò che ormai viene insegnato in qualsiasi corso per aspiranti traders.

Il concetto fondamentale sul quale Steinhardt ha fondato la sua fortuna come investitore è quello di percezione in varianza. E' convinto, cioè, che i grandi guadagni si possano realizzare solo in quelle rare situazioni in cui si comprende con sufficiente anticipo che la percezione generale di mercato su un determinato asset finanziario è errata e, pertanto, si assume con forza e convinzione posizione in senso contrario.

### IL CASO GENENTECH

Come esempio estremamente significativo di cosa significhi e di come si debba operare sulla base della percezione in varianza, Steinhardt ricorda il caso di Genentech verso la fine degli anni Ottanta. Allora Genentech era considerata molto bene dal mercato, come uno dei titoli di punta del settore biotecnologico, che prometteva grandi risultati per gli anni a venire. Steinhardt, però, studiando attentamente la società, si era accorto che quasi l'intero business era basato su un solo farmaco, ilTPA, un anticoagulante del sangue utilizzato per prevenire ictus, trombosi, etc.... Ritenendo che questo farmaco fosse ormai sul punto di essere superato da altri ritrovati più efficaci, Steinhardt vendette al ribasso un gran numero di azioni Genentech e tenne la posizione ribas-

**“ I grandi guadagni si possono realizzare solo in quelle rare situazioni in cui si comprende in anticipo che una percezione di mercato è errata e, pertanto, si assume con forza e convinzione posizione in senso contrario ”**





sista per quasi due anni. I primi mesi furono un piccolo calvario, in quanto il titolo continuò il suo trend rialzista che lo portò a un massimo di circa 65 dollari verso la metà del 1987. Steinhardt, tuttavia, essendo profondamente convinto di essere nel giusto, mantenne la posizione, riuscendo infine a realizzare enormi guadagni, quando il titolo, verso la fine del 1988, crollò a meno di 15 dollari per azione. Anche nell'implementare simili posizioni ribassiste Steinhardt riferisce di non curarsi affatto dell'opinione comune dei traders, secondo la quale, prima di aprire una posizione short, è opportuno attendere che un titolo raggiunga una massima e cominci a declinare, mostrando segni di debolezza. Steinhardt, probabilmente convinto che la ricerca del timing perfetto sia un'illusione, confida solo nella bontà delle sue analisi divergenti dal "consensus" di mercato e prende le posizioni conseguenti.

In considerazione della sua estrema flessibilità nell'utilizzare tutti gli strumenti d'investimento fin dagli anni Sessanta, Steinhardt è considerato anche un pioniere dell'industria degli hedge fund. Anche in relazione a questa tipologia di fondi, tuttavia, ritiene che vi siano molti luoghi comuni da sfatare. L'idea alla base dei fondi hed-

ge è quella di neutralizzare il rischio di mercato con una strategia sia long sia short su asset potenzialmente non correlati, in modo che la performance del portafoglio dipenda esclusivamente dall'abilità del gestore nella scelta degli assets medesimi e non dall'andamento generale del mercato.

## I FONDI HEDGE

Invero, ricorda Steinhardt, la maggior parte dei fondi cosiddetti hedge costituiti negli anni Sessanta erano gestiti con criteri che non avevano nulla a che vedere con i concetti di copertura e di limitazione del rischio. La maggior parte dei gestori erano semplicemente attratti dalla possibilità di mettersi in proprio con capitali relativamente modesti e dall'assoluta libertà di gestione degli asset conferiti, senza i limiti, talvolta pesanti, ai quali devono sottostare i money managers dei tradizionali fondi di investimento. Tale libertà, tuttavia, sovente si traduceva in un aumento invece che in una diminuzione del rischio complessivo, dal momento che non solo non venivano utilizzate tecniche di copertura, ma, a causa di un uso disinvolto dell'effetto leva, l'esposizione al rischio di mercato era sovente molto superiore al 100% del capitale a disposizione.

Il corretto approccio di gestione di un fondo hedge, a giudizio di Steinhardt è, invece, quello di avere sempre presenti, come stelle polari delle proprie strategie di investimento, i concetti di esposizione netta al mercato e di rischio, adattando continuamente la composizione del portafoglio al variare delle condizioni di contesto.

Steinhardt riferisce che, nei suoi quasi trenta anni d'investimento, la sua esposizione netta al mercato è stata mediamente del 40%, con un range di variazione che è andato dal 20% short ad oltre il 100% long.

Il segreto del suo successo è stato proprio in questa assoluta flessibilità di approccio, che ha fatto sì che in diversi momenti fossero differenti fattori a garantire buone performances. Ad esempio, in alcuni anni i guadagni dipesero da un numero ristretto di azioni ben selezionate che ebbero grandi trends rialzisti; in altri, come

durante il grande mercato Orso degli anni '73 e '74, dall'aver indovinato la direzione generale del mercato; in altri ancora, come nel 1981, dall'aver focalizzato l'investimento sui bonds di lunga durata, prevedendo, come poi regolarmente si verificò, una violenta discesa dei tassi d'interesse.

In generale, comunque, operare sulla base della propria opinione in dissonanza dal consensus generale di mercato, e, quindi, da contrarian, è molto difficile, in quanto richiede l'abilità di indovinare il giusto timing e di determinare la quantità corretta di denaro da investire in ogni singolo trade: se è troppo piccola, anche eventuali guadagni diventano insignificanti; se è, invece, troppo grande, il rischio di essere wiped out, cioè spazzati via, è molto alto, nel caso, tutt'altro che infrequente, in cui il timing sia sbagliato.

## PRIMO, AVERE SOLIDITÀ

Il contrarian, soprattutto se, come nel caso di Stienhardt, non utilizza l'analisi tecnica, entra sempre troppo presto in un trade e, quindi, deve mettere in conto un periodo iniziale in cui il mercato gli dà torto. Il problema fondamentale, quindi, è avere la solidità, psicologica e finanziaria, per sopportare questi periodi, per non essere costretti a chiudere la posizione prima che le aspettative generali si capovolgano ed il trade diventi profittevole. In ultima analisi, a giudizio di Steinhardt, la caratteristica fondamentale di un buon trader è quella di essere in grado di bilanciare saggiamente la convinzione di seguire le proprie idee e la flessibilità di riconoscere i propri errori. La speculazione finanziaria è una grande scuola d'umiltà, dal momento che, per quanto buone siano le idee di chiunque, verranno commessi in ogni caso molti errori. L'equilibrio tra confidenza ed umiltà può essere raggiunto solo tramite una lunga esperienza ed una altrettanto lunga sequenza di errori. Bisogna avere sempre rispetto delle controparti negli scambi. Sempre chiedersi: perché sta facendo l'esatto opposto di quello che faccio io? Cosa sa lui che io non so? Insomma il buon trader deve essere intellettualmente onesto con se stesso e con gli altri. ■

