

C'ERA UNA VOLTA LA BORSA FAR WEST

Ma davvero oggi tutto funziona bene? Un analista di lungo corso ripercorre vent'anni di lavoro & finanza. Per arrivare a chiedersi se non era forse meglio quando si stava peggio



Sergio
Pigoli

PRESIDENTE DI PIGOLI
CONSULENZA, ANALISTA
E GESTORE INDIPENDENTE

■ di Sergio Pigoli

Da oltre un quarto di secolo mi dillo, prima come passione e poi come lavoro, nelle varie sfaccettature che l'analisi delle varie componenti dei mercati finanziari comporta. Ovviamente nella routine quotidiana è spesso molto difficile cogliere i cambiamenti che sono nel frattempo intervenuti. Solo fermandosi un attimo a riflettere ci si accorge di quanto profonde e diverse siano le situazioni che caratterizzano tutto quanto ruota attorno ai mercati finanziari e le conseguenze che questi cambiamenti hanno indotto sull'attività di molte persone.

QUANTI CAMBIAMENTI DAGLI ANNI OTTANTA

Se ancora agli inizi degli anni Ottanta il mondo della finanza appariva come una realtà riservata a pochi soggetti, oggi direttamente od indirettamente sono in tutto il mondo decine se non centinaia di milioni le persone che ne sono coinvolte. Passi da gigante sono stati fatti in tutti i campi sulla strada della modernizzazione. Il breve excursus che segue aiuterà a dare un'idea dei cambiamenti epocali che nel frattempo sono intervenuti. Alla fine tuttavia occorrerà porsi una domanda solo apparentemente pleonastica.

**IL MESTIERE
DELL'ANALISTA CUORE
DELLA TRASFORMAZIONE**
Partiamo dall'osservare l'evoluzione dell'analisi finanziaria. L'analista finanziario è senza dubbio il cuore del-

la trasformazione. Non c'è società di gestione, investment house nelle sue varie declinazioni, società di intermediazione o banca che sia - tutto il mondo della finanza in altri termini - che non basi le proprie decisioni sul lavoro di analisi svolto da almeno un analista finanziario. Vorrei solo ricordare quale era il contesto e gli strumenti che più di 20 anni fa erano a disposizione di quel numero limitato di professionisti che si cimentavano in questa disciplina.

La più facile considerazione è che all'epoca non esistevano personal computer. Ogni tipo di elaborazione doveva essere fatta manualmente. I primi pc hanno avuto la diffusione che oggi conosciamo solo a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta-inizi degli anni Novanta per poi trovare applicazioni sempre più sofisticate fino ad arrivare ad essere oggi un strumento indispensabile come carta e penna.

Il bilancio, già il bilancio. Chi poteva avere faticosamente accesso ai rari documenti dell'epoca trovava spesso informazioni di quasi nulla utilità. Mi sono personalmente imbattuto in bilanci dove tutta l'informazione era racchiusa in "Totale costi, Totali ricavi". Era in altri termini come tirare ad indovinare. Ed ovviamente si stava parlando di società quotate. (il bilancio, chi l'ha visto ?.)

QUANDO L'ANALISI TECNICA SI FACEVA SOLO A MANO

Per non parlare dell'analisi grafica, disciplina sempre dibattuta tra soste-

nitori accaniti e scettici convinti. Il dibattito sull'uso delle informazioni ricavate da un'appropriata lettura del movimento dei prezzi, sintetizzato dall'andamento di un grafico, è relativamente recente. I pochissimi pionieri in questa disciplina non trovavano testi, perché nessuno ne pubblicava, e soprattutto dovevano alimentare il proprio desiderio di sapere "a mattina": semplicemente ricavando le serie storiche dall'osservazione quotidiana e riportando i valori su enormi fogli di carta millimetrata.

Il paragone con oggi è proprio con un'altra epoca.

I computer sono strumento che agevola ogni forma di calcolo, ma non solo. Il costo delle macchine e dei pacchetti software si è allineato a quello di un comune elettrodomestico. Ciò ha reso possibile la diffusione capillare di pacchetti standard accessibili a chiunque.

COL WEB I BILANCI SONO PROPRIO PER TUTTI

Per quanto riguarda l'analisi dei bilanci sembra quasi di trovarsi di fronte ad un mondo perfetto. Ogni società ha un suo sito web dal quale è possibile, comodamente dal proprio ufficio, scaricare a costo zero non solo il bilancio, ma tutte le informazioni ed i comunicati riguardanti l'attività. Un'informativa che all'epoca semplicemente non esisteva. In alcuni casi ci imbattei in bilanci di oltre 400 pagine zeppe di numeri e tabelle. C'è di che saziare l'appetito del più infaticabile analista. Apparentemente non c'è più aspetto recondito della vita di una società che non venga decritto nei suoi minimi dettagli.

OGGI LA FINANZA SEMBRA UN MONDO MIGLIORE

Per i grafici i passi avanti sono di tutta evidenza. Tutto nel frattempo è stato computerizzato e siamo arrivati alla situazione attuale dove gratis in rete si hanno tutte le elaborazioni possibili ed immaginabili. Tutta la fatica si è spostata sulla sola interpretazione. Tutta l'attività viene poi svolta in un contesto normativo che, a guardarlo superficialmente, appare profondamente migliorato.

L'assetto degli intermediari, un tempo affidato al sistema degli agenti di cambio, dà indubbiamente maggiori garanzie oggi che non venti anni fa, prima dell'introduzione della legge sulle Sim. Gli intermediari sono certamente più rispettabili, più professionali e vigilati secondo competenze diverse da Consob e Banca d'Italia.

I bilanci devono essere certificati e negli anni, sono stati via via intensificati gli obblighi di comunicazione ed informativa che ciascun emittente deve dare al mercato.

E' stato costituito un albo apposito per i revisori ai quali le società devono attenersi.

UNA VOLTA C'ERA SOLTANTO L'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI

Pur non imposta, ma sentita come esigenza di un mondo che è cambiato, si è diffusa in quasi tutte le società la funzione di Investor Relator, colui che tiene i rapporti con gli investitori. Anche se l'investitore privato spesso, per motivi pratici, difficilmente riesce ad avere accesso a questi portavoce finanziari della società, per gli investitori istituzionali gli investor relatori sono diventati ormai da anni punto di riferimento per aggiornarsi costantemente sugli andamenti di conti e delle strategie delle società. Sono passati proprio decenni dall'epoca in cui unico momento di dialogo era l'assemblea degli azionisti. In alcuni casi, chi c'era se lo ricorda, questi incontri venivano tenuti anche in date e luoghi "amici" pur di scoraggiare la partecipazione di eventuali azionisti ritenuti scomodi o ingombranti.

L'ARRIVO DELLE BANCHE E DELLO STATO PROTAGONISTA

Le banche poi, che per lunghi decenni non hanno potuto acquistare azioni, sono oggi diventate azioniste in molte realtà importanti del Paese..

Lo Stato stesso, che fino agli inizi degli anni Novanta aveva un ruolo di principale ma esclusivo venditore di titoli di debito, attraverso la lunga stagione delle privatizzazioni ha assunto

un ruolo attivo anche sul mercato azionario.

Di passi in avanti indubbiamente ne sono stati fatti molti. Il quadro complessivo sembra indubbiamente migliorato nel suo insieme. Tuttavia, fermandosi a riflettere, non tutto sembra ancora definitivamente andato a posto.

Innanzitutto l'aspetto dimensionale. Da tutti viene unanimemente riconosciuto il fatto che, nonostante i progressi fatti negli anni, le banche italiane siano ancora troppo piccole se paragonate al contesto internazionale. Ma di quale contesto stiamo parlando? L'enorme processo di concentrazione che soprattutto negli anni Novanta ha caratterizzato tutta l'industria della finanza internazionale se da un lato viene spesso salutato come assai positivo, dall'altro lascia irrisolto più di un dubbio. Oggi soprattutto le grandi banche di qualsiasi nazionalità svolgono quasi indistintamente tutti i mestieri della finanza ed agiscono a tutto tondo nei vari business. Ciò ad esempio significa che di una data azienda possono essere: 1) azionisti con o senza rappresentanza nei consigli; 2) creditori; 3) collocatori di titoli azionari od obbligazionari sui mercati; 4) gestori della liquidità; 5) gestori del fondo pensioni dei dipendenti; 6) advisor (consulenti) per operazioni di acquisizioni/dimissioni solo per citare i rapporti più significativi.

MURAGLIE CHE NON SEPARANO E CONFLITTI DI INTERESSE

Si dirà "business is business", o come dicevano già i latini, "pecunia non olet". Tuttavia le tanto sbandierate muraglie cinesi di separazione di attività tra le varie unit bancarie pure per alcuni soggetti costituiscono realmente una muraglia invalicabile, spesso e volentieri hanno mostrato i loro limiti. Non solo esiste un indubbio latente conflitto di interessi, ma la posizione contrattuale che ne deriva fa spesso pendere l'ago della bilancia da una parte piuttosto che l'altra. Inoltre, come dicevamo, le dimensioni dei mercati nel frattempo sono esplose. Basta guardare una qualsiasi statistica in cui si raffronta

“ Solo introducendo un diaframma fra chi deve pagare i costi della revisione e chi la revisione deve effettuarla è possibile garantire un'indipendenza di giudizio. Troppo grosse altrimenti le tentazioni, per riuscire a mantenere salda la rotta nell'interesse di tutti i soggetti coinvolti ”

il valore totale di azioni ed obbligazioni rispetto al prodotto interno lordo di un qualsiasi Paese per rendersene conto. E se da un lato le dimensioni accresciute hanno indubbiamente generato sviluppo, dall'altro hanno anche indotto appetiti più grandi.

NEMMENO IN AMERICA BASTANO LE BUONE REGOLE

Si dirà: il contesto normativo tutela meglio oggi che in passato. A questa osservazione sembra di poter muovere abbondanti contestazioni. Gli Stati Uniti sono sempre portati ad esempio come modello di efficienza, ma credo con un certo grado di superficialità. Innanzitutto gli inasprimenti introdotti dalla Sarbanes - Oxley non hanno impedito che ancora a qualche anno dalla sua introduzione si ripropongano, pur se su scala più ridotta, problematiche che ricordano da vicino i casi Enron e dintorni. Aig, uno dei colossi assicurativi mondiali, sta tuttora avendo problematiche legate alla definizione dei suoi valori di bilancio, solo per citare l'ultima in ordine di tempo. E la certificazione dei bilanci dove la mettiamo?

SOCIETÀ DI REVISIONE: CHI CONTROLLA I CONTROLLORI?

Senza voler facilmente ricordare il caso di Arthur Andersen, su questo tema rimane valido l'interrogativo: "chi controlla il controllore"? Come dire: finché saranno le società a pagare il lavoro dei revisori, ci sarà sempre il dubbio di una possibile commistione tra il committente, la società medesima quindi, e la bontà del lavoro svolto dai revisori medesimi. Solo introducendo un diaframma fra chi deve pagare i costi della revisione e chi la revisione deve effettuarla è possibile garantire un'indipendenza di giudizio. Troppo grosse altrimenti le tentazioni, per riuscire a mantenere salda la rotta nell'interesse di tutti i soggetti coinvolti anziché solo di alcuni. Certo oggi però si può contare su delle analisi molto più precise di un tempo. Ed anche qui viene da fare una qualche osservazione. Innanzitutto se

è vero che la conoscenza degli andamenti delle società viene diffusa in modo quasi capillare ed è diventata accessibile a tutti grazie alle tecnologie informatiche, si possono obiettare una serie di elementi.

OGGI L'ANALISI DI QUALITÀ NON CONVIENE PERCHÉ COSTA

Effettuare analisi finanziarie approfondite costa e non poco. Se la quantità di studi è aumentata a dismisura, ogni broker banca o società di gestione produce la propria, la qualità non è migliorata in proporzione proprio per motivi legati al costo. Una maggior diffusione accompagnata ad un appiattimento nelle valutazioni di certo non contribuisce ad una migliore comprensione delle dinamiche. Se poi associamo la grande evidenza che la maggioranza degli investitori ha accorciato l'orizzonte temporale entro il quale valuta la bontà dei propri investimenti, il quadro sembra completo.

E SE L'ORIZZONTE TEMPORALE SI ACCORCIA TROPPO...

In altri termini, una parte crescente del mercato è per svariate motivazioni - dal marketing finanziario alla disciplina imposta nelle scelte di investimento al prevalere di strumenti di tipo quantitativo piuttosto che qualitativo, - sempre più orientata a valutare i risultati con un'ottica di breve-brevissimo termine. Anche le analisi che vengono prodotte ricalcano questa tendenza. Se io analista valuto positivamente una data società, ma magari in quel dato momento il mercato non ne vuol proprio sapere di aumentare l'esposizione a quel settore, è assai evidente che le mie opinioni ne verranno influenzate. Keynes diceva che nel lungo periodo siamo tutti morti, ma anche la spasmodica ricerca del breve termine come ora sta avvenendo sembra un eccesso opposto. La conclusione di queste osservazioni: se vent'anni fa si parlava dei mercati finanziari come di un Far West per pochi, oggi sembra ancora di stare in un'enorme bisca dove solo pochi pesci grossi fanno il bello e cattivo tempo. Ma forse è sempre stato così. L'importante è saperlo e non illudersi. ■