

ACADEMY

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

CULTURA
E OPZIONI
COSÌ
TALEB
SFRUTTA
GLI EVENTI
POCO
PROBABILI

I GRANDI INVESTITORI



■ di Ernesto Caggiano

Nel panorama dei grandi money managers statunitensi Nassim Taleb è un personaggio assolutamente unico, per storia personale, stile di vita, profondità ed ampiezza di cultura nonché per la singolare genialità del suo metodo di trading.

Di origine greco-libanese, Taleb ha oggi circa quarantacinque anni e da ormai venti anni opera nell'esoterico campo del trading di opzioni, prima presso alcune delle maggiori istituzioni finanziarie mondiali, come l'Unione delle Banche Svizzere, la Bankers Trust, la Ban-

**Nassim
Nicholas
Taleb**

GRECO-LIBANESE,
45 ANNI, HA FONDATO
IL FONDO EMPIRICA
CAPITAL

**Come investe un personaggio
assolutamente unico nel panorama
di Wall Street, che scommette
contro i presuntuosi che assumono
posizioni speculative
potenzialmente disastrose**

ACADEMY

I GRANDI INVESTITORI

que Indosuez ed il Credit Suisse First Boston, e successivamente gestendo il fondo Empirica Capital, da lui stesso fondato.

MATEMATICO E LETTERATO

L'attività di trader non gli ha impedito di coltivare i numerosi interessi culturali che fanno di lui un uomo dalla personalità genialmente eclettica, che parla correntemente sette lingue, è laureato in matematica ed in lettere classiche, ha conseguito il Master in business Administration alla Wharton Business School ed il dottorato di ricerca in statistica matematica all'Università di Parigi e che attualmente, oltre ad operare sui mercati finanziari, è responsabile del dipartimento di scienze dell'incertezza alla University of Massachusetts at Amherst e si diletta, come dice lui stesso, di tutto ciò che è elegantemente inutile, cioè la filosofia classica, la letteratura, la poesia e l'arte.

La filosofia e lo stile di trading di Taleb sono stati profondamente influenzati sia dalla sua storia personale sia da acutissime riflessioni che potremmo definire di epistemologia della statistica.

Taleb, infatti, è discendente di una delle più ricche famiglie libanesi, che, nei primi anni ottanta, ai tempi cioè della guerra civile in Libano, perse in pochi mesi l'intero, enorme patrimonio accumulato nel corso di diverse generazioni.

"GIOCATI DAL CASO"

Questa esperienza segnò definitivamente la concezione della vita di Taleb, rendendolo estremamente prudente ed attento ai sempre possibili improvvisi rovesci di fortuna. Come ha scritto mirabilmente nel suo bellissimo libro *Giocati dal Caso* (edito in Italia dal Saggiatore) "per persone con il mio retroterra, greci ortodossi del Mediterraneo orientale e cittadini invasori dell'Impero romano d'Oriente, è come se la nostra anima fosse stata scolpita dal ricordo di quel triste giorno di aprile di circa cinquecento anni fa in cui Costantinopoli, sotto i colpi dei turchi invasori, scomparve dalla storia, lasciandoci come sudditi per-

L'APPRENDISTATO PER DIVENTARE TRADER È LUNGO E FATIGOSO, UN PERCORSO 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.

quelle discipline, cioè, che si sono sviluppate moltissimo a partire dalla fine degli anni Ottanta del secolo scorso, con l'esponentiale crescita del mercato dei derivati e dell'assunzione, da parte delle maggiori banche d'affari mondiali, di specialisti con un background quantitativo avanzato, quali fisici teorici, statistici - matematici, esperti di computers science, per lo più russi, indiani e francesi.

L'ECONOMETRIA? QUASI INUTILE

La conclusione alla quale Taleb è giunto è laconica: "dopo oltre venti anni di studio teorico e di applicazione pratica al trading di opzioni, sono ora convinto che gran parte dell'econometria potrebbe essere inutile: molto di quello che sanno gli statistici che si occupano di finanza è privo di valore. La somma di una serie di zero, anche se ripetuto un miliardo di volte, è sempre zero. Allo stesso modo, l'ac-

"...Molto di quello che fanno gli statistici che si occupano di finanza è privo di valore..."

duti di un impero morto, minoranze benestanti del mondo islamico, ma dalla ricchezza estremamente fragile. Inoltre ricordo vividamente l'immagine del mio dignitosissimo nonno, un ex vice primo ministro figlio di un vice primo ministro, seduto in un appartamento qualunque di Atene dopo che tutti i suoi beni erano stati spazzati via dalla guerra civile in Libano."

Ma non è solo la storia personale ad avere reso Taleb sensibilissimo agli eventi inattesi e catastrofici che, in poco tempo, modificano radicalmente scenari che sembravano immutabili e consolidati.

Taleb, come detto, è matematico e statistico di rango, che, anche grazie al molto tempo libero che gli lascia il suo particolare modo di operare in Borsa, ha studiato e meditato per lunghi anni i fondamenti epistemologici dell'econometria e della cosiddetta ingegneria finanziaria, di tutti

cumulazione di ricerche e la maggiore complessità non condurranno a nulla in assenza di basi solide. Studiare i mercati europei degli anni Novanta sarà senza dubbio di grande aiuto per gli storici: ma che tipo di inferenza possiamo trarne ora che la struttura delle istituzioni e dei mercati è cambiata tanto?"

CHI PUÒ STIMARE LE PROBABILITÀ?

Il problema che si trova ad affrontare chiunque opera sui mercati finanziari è, ad un tempo, semplice e tremendamente difficile.

Comprare e vendere è, infatti, come dicono, con un battuta, gli operatori di Wall Street, "più semplice che friggere un uovo", ma la relativa decisione, se vuole avere un fondamento razionale o, perlomeno, ragionevole, non può eludere una valutazione in senso lato previsionale: la scelta di

Come funzionano le opzioni

Cosa sono e come funzionano le opzioni? Proviamo a darne qui di seguito una spiegazione molto semplice.

■ **Opzioni call**
Supponiamo che un'azione valga cento dollari e qualcuno sia disposto a concedere il diritto ma non l'obbligo di comprarla tra un mese a 110 dollari. Uno strumento di questo tipo si chiama opzione call. È conveniente esercitare la call, chiedendo al venditore dell'opzione di consegnare l'azione per 110 dollari, solo se tra un mese, l'azione quoterà ad un valore superiore a 110 dollari. Se, ad esempio, dovesse salire a 120 dollari, l'opzione, magari pagati 50 centesimi o un dollaro, varrebbe 10 dollari, poiché sarebbe possibile comprare l'azione a 110 dollari dal venditore dell'opzione e venderla a 120 sul mercato, intascando la differenza.

■ **Opzioni put**
Analogamente l'opzione detta put attribuisce al compratore della stessa il diritto ma non l'obbligo di vendere, entro un arco temporale determinato, un asset finanziario ad un prezzo prestabilito. Se detto asset scende sotto il prezzo d'esercizio, l'acquirente della put lo compra sul mercato per poi rivenderlo al venditore dell'opzione al prezzo pattuito, lucrando sulla differenza.

comprare, infatti, non può che essere giustificata da una aspettativa di rialzo del prezzo di un asset e quella di vendere da un'aspettativa di ribasso. Argomentare compiutamente i motivi di dette aspettative è, però, un problema di formidabile complessità, forse irrisolvibile. Ciò perché il numero di variabili implicate è altissimo e, soprattutto, le stesse cambiano continuamente secondo dinamiche non lineari delle quali, allo stato, non conosciamo le leggi (se esistono) sottofanti. La saggezza comune dei traders, cioè, vorrebbe che sui mercati finanziari vincessero coloro che giocano solo le mani nelle quali le probabilità sono a loro favore, cioè che effettuano solo quegli investimenti nei quali il rapporto rischio/beneficio atteso sia superiore a 3.

LA VERITÀ È CHE NON SAPPIAMO NIENTE

Il problema è che, se vogliamo essere sinceri fino in fondo con noi stessi, dobbiamo riconoscere che non abbiamo alcuna nozione né di probabilità, né di rischio né di beneficio atteso che possa esserci di qualche aiuto nella concreta operatività sui mercati finanziari. Essendoci ignote le leggi che determinano la dinamica dei prezzi degli strumenti finanziari, non siamo in grado di stimare corretta-

mente né la probabilità degli ordini di grandezza di variazioni degli stessi, né la reale entità del rischio che ci assumiamo né il guadagno che possiamo attenderci. Insomma: non sappiamo niente. Possiamo fare tutti i calcoli e le simulazioni del mondo, ma se non abbiamo parametri certi ai quali ancorare gli stessi, non potremo mai raggiungere alcun risultato significativo.

LA LEZIONE DI SOROS

Ha scritto Taleb: "La lezione che ho tratto da Soros è di iniziare ogni riunione nel mio ufficio di trading convincendo tutti che siamo solo un mucchio di idioti che non sanno nulla, inclini a commettere errori, ma dotati del raro privilegio di saperlo."

Ma un tale, radicale scetticismo sulla validità di qualsiasi teoria che abbia la pretesa di fornire una spiegazione adeguata delle dinamiche dei mercati finanziari, non dovrebbe avere come inevitabile conseguenza l'evitare gli stessi, l'astenersi da qualsiasi operazione speculativa?

Non proprio. Taleb ritiene che esista un metodo di speculazione, che lui, ovviamente, pratica, che ha come proprio indefettibile presupposto la consapevolezza della possibile erroreità di qualsiasi congettura e che consiste nello scommettere contro tutti coloro che sovrastimano le proprie conoscenze e, quindi, assumono posizioni speculative (potenzialmente disastrose) sulla base delle stesse. Il trading di opzioni consente di costruire strategie basate su questa singolare premessa.

I traders di opzioni (vedere riquadro nella pagina) si distinguono in venditori di premio e compratori di premio. Chi vende opzioni scommette che qualcosa non accadrà, chi le compra che qualcosa potrebbe accadere.

MENO PROBABILITÀ, PREZZO PIÙ BASSO

Il prezzo delle opzioni dipende ovviamente dalla stima della probabilità che viene attribuita dal venditore all'accadere di un certo avvenimento. Più l'avvenimento è considerato improbabile e più le opzioni sono a



ACADEMY

I GRANDI INVESTITORI

buon mercato. E' questo il motivo per il quale le opzioni cosiddette deep out of the money hanno normalmente un prezzo molto basso. Il prezzo d'esercizio è molto lontano dall'attuale prezzo dell'asset finanziario sottostante e, pertanto, si ritiene alquanto improbabile che, nell'arco di vita dell'opzione, il prezzo possa subire un cambiamento così consistente. Eppure, sui mercati finanziari, ciò accade molto più sovente di quanto si sarebbe portati a credere. I crash improvvisi, le crisi di panico, le bolle speculative al rialzo ed al ribasso non sono eventi rarissimi, ma, in un certo senso, l'essenza stessa dei mercati, che, grazie alla facilità con cui è possibile investire e disinvestire, reagiscono sempre in modo sproporzionato rispetto all'effettiva realtà (nel bene e nel male) delle situazioni economiche.

LA STRATEGIA DI NASSIMTALEB

La strategia di trading di Nassim Taleb si fonda proprio su questa constatazione: i partecipanti al mercato sottostimano enormemente la probabilità di eventi estremi e, pertanto, pagando un prezzo minimo, è possibile assicurarsi la possibilità di guadagnare moltissimi soldi qualora dovesse verificarsi un violento movimento nei prezzi di mercato, sia al rialzo sia al ribasso.

Taleb, pertanto, compra opzioni, sia call sia put, deep out of money, scommettendo, sulla base di certe congetture, che un grande variazione di prezzo sia possibile. La maggior parte di queste opzioni, ovviamente, scadono senza entrare mai "in the money", senza cioè divenire esercitabili e, quindi, l'intero capitale utilizzato per pagare i premi viene perso.

SOPPORTARE PERDITE PER LUNGOTEMPO

Ma ciò non deve spaventare. L'importante è preservare sempre un capitale sufficiente per non essere esclusi dal gioco e che il guadagno, nei rari, ma non rarissimi, casi in cui gli eventi estremi accadono, sia tale da compensare ampiamente le perdite subite. Si tratta, quindi, di una strategia psicologicamente difficile da sopportare, perché comporta, a volte anche per periodi abbastanza

“ I partecipanti al mercato sottostimano enormemente la probabilità di eventi estremi e, pertanto, pagando un prezzo minimo, è possibile assicurarsi la possibilità di guadagnare moltissimi soldi qualora dovesse verificarsi un violento movimento nei prezzi di mercato, sia al rialzo sia al ribasso ”

lunghi, uno stillicidio di perdite.

Anche per questo motivo la maggior parte dei professionisti del trading di opzioni sono venditori di premio, preferiscono cioè intascare guadagni più limitati ma continuativi nel tempo. Il problema è che ad essere venditori di opzioni si corre il rischio, secondo un altro detto volgare degli operatori di Wall Street, di mangiare come uccellini e di defecare come elefanti.

GUADAGNI COSTANTI

Infatti, i maggiori disastri della storia di borsa, fino al clamoroso fallimento del fondo LTCM, che, nell'estate del 1998, rischiò di trascinare nel baratro alcune tra le più grandi banche d'investimento mondiali, come Goldman Sachs, sono stati causati da venditori di opzioni, che, in caso di variazioni molto rapide e violente dei prezzi e di uso di un notevole leva finanziaria, possono venire a trovarsi nella situazione di dover sborsare in pochi giorni capitali anche di centinaia volte superiori a quelli intascati dalla vendite delle opzioni stesse.

Taleb, nella sua ormai ventennale attività di Wall Street ha visto tantissimi traders, alcuni dei quali, in determinati periodi, avevano avuto delle performance stellari, saltare in aria, cioè perdere molto di più di quanto si sarebbero mai aspettati di perdere.

FINCHÈ CIRCOLANO I PRESUNTUOSI...

Per questo il suo obiettivo non è mai massimizzare i profitti, ma come dice egli stesso, evitare che la divertente macchina per far soldi chiamata trading gli venga sottratta. Difficilmente quindi, le sue performance sono stratosferiche, ma sono costanti. In venti anni di attività, infatti, ma non vi è mai stato un anno veramente negativo.

Il suo unico desiderio, quindi, è che i mercati continuino ad essere popolati da personaggi presuntuosi che, ritenendo di sapere molto di più di quanto effettivamente fanno, si assumono rischi enormi, esponendosi alla possibilità di essere travolti dall'accadere dell'inaspettato, in modo da poter continuare a scommettere contro di loro, i quali, prima o poi, non potranno evitare di essere giocati dal caso. ■