

# ACADEMY

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

## I SEGRETI DEL GESTORE CHE SOROS VOLLE A TUTTI I COSTI

■ di Ernesto Caggiano

**L**a consueta classifica degli uomini più ricchi d'America pubblicata annualmente da *Forbes* per il 2006 vedeva al 428° posto Stanley Druckenmiller, con un patrimonio personale stimato in 1,8 miliardi di dollari e con la sola precisazione che si tratta di un cinquantatreenne self made man che ha accumulato questa immensa fortuna grazie alla speculazione finanziaria, in particolare alla gestione di fondi hedge.

In effetti, Druckenmiller appartiene al ristrettissimo mondo dei managers che gestiscono portafogli di miliardi di dollari, riuscendo, nonostante l'enorme massa di denaro in gestione, ad ottenere costantemente performance dell'ordine del 30-40% annuo.

Non vi è dubbio che si tratti di



**Stanley Druckenmiller**

HA ACCUMULATO UN PATRIMONIO PERSONALE STIMATO 1,8 MILIARDI DI DOLLARI. LE SUE GESTIONI SONO RIUSCITE A OTTENERE COSTANTEMENTE PERFORMANCE DELL'ORDINE DEL 30-40% ANNUO.

Come ha fatto fortuna Stanley Druckenmiller, che all'apice del successo fu chiamato a gestire il celeberrimo Quantum fund. Il suo approccio ai mercati e la grande apertura mentale che molte volte gli ha fatto riconoscere gli errori e cambiare anche radicalmente strategia





**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.**

prestazioni stratosferiche, dal momento che è opinione comune di tutti i money managers che la quantità di denaro gestito influisce pesantemente sulla performance. Tipicamente si ritiene che 100 milioni di dollari sia il limite massimo con il quale si può cercare di battere il mercato di molti punti percentuale (15 - 20). Con portafogli miliardari, che impongono tempi di reazione molto più lenti all'andamento dei mercati, è già un ottimo risultato, che pochi riescono a raggiungere, battere gli indici di pochi punti percentuali.

### GLI INIZI

La sua carriera è stata un susseguirsi di fulminei successi fin da quando, poco più che ventenne, abbandonò il Master in economia dell'Università del Michigan, i cui corsi gli sembravano troppo teorici e lontani dalla realtà, per confrontarsi direttamente con l'arena dei mercati finanziari. Dopo meno di un anno trascorso come analista finanziario alla Pittsburgh National Bank, fu promosso direttore dell'ufficio studi sul mercato azionario. Due anni dopo, nel 1980, si dimise dalla Banca per fondare, non ancora ventottenne, la propria società di gestione di capitali, la Duquesne Capital Management.

I primi tempi furono tutt'altro che facili. L'idea nacque durante una presentazione che Druckenmiller tenne a New York nel 1980. Finita la conferenza, un tizio, ammirato per la chiarezza e lucidità della sua esposizione, gli si avvicinò dicendogli che era del tutto sprecato come dipendente di una banca e che doveva fondare la propria società. Avendogli Druckenmiller risposto

che non disponeva di alcun capitale, il tizio gli disse che, se avesse dato vita ad una società indipendente, gli avrebbe pagato diecimila dollari al mese soltanto per poter parlare con lui. Era più del doppio dello stipendio che Druckenmiller guadagnava all'epoca e, pertanto, fu lo stimolo decisivo a mettersi in proprio. Nei primi mesi le cose andarono benissimo, avendo Druckenmiller approfittato del forte rally che, nel corso del primo semestre del 1981, ebbero le società a bassa capitalizzazione. Poco prima dell'estate di quell'anno, tuttavia, le quotazioni azionarie avevano raggiunto livelli molti elevati ed i tassi di interesse addirittura il 19%.

### PERDITE ISTRUTTIVE

Era una classica situazione ribassista ma Druckenmiller, ancora condizionato dallo stile di investimento delle banche, che erano solite stare sempre investite al 100%, liquidò soltanto il 50% del proprio capitale, subendo nel corso del terzo trimestre, notevoli perdite sul restante 50%.

Dopo un breve rimbalzo del mercato, anche nel quarto trimestre del 1981 il sentimento di fondo di Druckenmiller verso il comparto azionario era ribassista ed allora, memore dell'errata scelta di pochi mesi prima, liquidò l'intero portafoglio azionario, rimanendo liquido per il 50% ed investendo il rimanente 50% in obbligazioni, che all'epoca rendevano il 15%. L'operazione ebbe un successo straordinario, dal momento che, poco dopo questo investimento, l'inflazione, anche grazie alla politica della Federal Reserve, cominciò a scendere rapidamente e, pertanto, il prezzo di obbligazioni che

**“ Tipicamente si ritiene che 100 milioni di dollari sia il limite massimo con il quale si può cercare di battere il mercato di molti punti percentuali ”**



rendevano il 15% salì alle stelle. A Maggio del 1982 il capitale gestito dalla Duquesne Capital era già arrivato a sette milioni di dollari.

Le difficoltà ed i patemi propri di qualsiasi start-up non erano però ancora finiti. Il cliente che pagava diecimila dollari al mese per la consulenza fallì e le commissioni di gestione non erano sufficienti a pagare tutte le spese correnti della società. Come ultima spiaggia Druckenmiller propose ad un altro suo cliente, per il quale aveva gestito un conto personale con notevole successo, di acquistare il 25% della società per 150 mila dollari, ritenendo che questo importo gli avrebbe consentito di sopravvivere ancora per un anno. Sorprendentemente il cliente accettò, forse inconsapevole di aver fatto l'affare della vita.

### **IL LUNGO TORO**

Dopo un mese cominciò il grande mercato Toro di lungo periodo, terminato soltanto nel 2000, del quale Druckenmiller seppe approfittare appieno. Nel 1983 i capitali in gestione erano già saliti a 40 milioni di dollari e la società continuò ad ottenere ottimi risultati, soprattutto nel corso del 1985, allorquando il mercato rialzista esplose.

Fu in quell'anno che Druckenmiller fu contattato da Howard Stein, che gli offrì di gestire alcuni dei fondi di Dreyfuss, una delle più famose case di investimento americane, di altissima reputazione fin dagli anni 50, allorquando il money manager era lo stesso Jack Dreyfus. Druckenmiller accettò, purché gli fosse concesso di continuare a gestire anche la propria società.

Le cose continuarono ad andare molto bene fino alla metà del 1987, quando, avendo i prezzi delle azioni raggiunto livelli molto elevati, Druckenmiller cominciò ad assumere posizioni ribassiste. I prezzi delle azioni, infatti, continuarono a salire ancora per qualche mese, fino all'agosto di quell'anno, per poi iniziare a declinare fino al grande crash del 19 ottobre, allorquando gli indici persero il 22% in poche ore.

Nel corso del mese di settembre 1987 Druckenmiller, con le sue posizioni short, aveva più che recuperato le perdite subite nei mesi precedenti ma proprio il giorno prima del grande crollo, venerdì 16 ottobre, aveva rovesciato al rialzo l'intero portafoglio.

### **ERRORE E RECUPERO**

Quel giorno, infatti, il Dow Jones aveva toccato un minimo di 2200 punti, dopo il massimo di 2700 punti raggiunto in agosto ed era su un livello di forte supporto, al limite inferiore, cioè, di un trading range costruito nel corso del 1986. Il mercato, inoltre, era notevolmente ipervenduto e pertanto, Druckenmiller riteneva che, almeno momentaneamente, il livello di 2200 punti avrebbe retto, provocando un temporaneo rimbalzo del mercato. La strategia era di stare nel mercato per poche ore, approfittare del rimbalzo ed uscirne immediatamente con un profitto.

Quella sera stessa, tuttavia, ricorda Druckenmiller, mi resi conto di aver sbagliato tutto. Andai da Soros, il quale mi mostrò uno studio sul mercato redatto da Paul Tudor Jones qualche mese prima, che evidenziava la tendenza storica di un mercato ribassista ad accelerare verso il basso allorquando una determinata curva parabolica rialzista era stata rotta al ribasso e che la situazione di mercato presentava fortissime analogie con quella del 1929.

Druckenmiller, allora, a definitiva conferma che una delle qualità fondamentali dei grandi traders è la flessibilità mentale e la capacità di riconoscere di essersi sbagliati in brevi archi temporali, cambiò del tutto strategia, decidendo che sarebbe immediatamente uscito dal mercato se solo avesse accennato ad un breve rimbalzo. Così avvenne. L'apertura di lunedì 19 fu a 2000 punti, il 10% in meno della chiusura del venerdì precedente, ma dopo pochi minuti vi fu un rimbalzo che consentì a Druckenmiller di liquidare le posizioni e rovesciarle al ribasso. Nel giro di poche ore il Dow Jones crollò a 1700 punti.

Il 1988 fu l'anno della seconda grande svolta della carriera di Druckenmiller. I rapporti con Soros si erano sempre più intensificati nel corso degli anni ma Druckenmiller era riluttante ad accettare le proposte più o meno esplicite del grande finanziere ungherese. La fama di Soros, infatti, era quella di un padre-padrone assillante, che pagava molto bene i suoi managers ma li sostituiva con grande facilità. Alla fine, però, Druckenmiller accettò le proposte di Soros, per il semplice fatto che lo considerava il suo idolo ed il più grande finanziere vivente e che, se anche l'esperienza fosse stata negativa, avrebbe in ogni caso imparato molto dalla sua quotidiana frequentazione.

**“ Un'altra memorabile operazione fu shortare il mercato giapponese verso la fine del 1989... ”**

I primi tempi, tuttavia, furono tutt'altro che facili. Nonostante Soros gli avesse promesso la più ampia autonomia nelle scelte gestionali, la sua ingombrante presenza si faceva sentire e questo fatto influiva non poco sulla serenità di Druckenmiller. Ci pensarono, tuttavia, gli avvenimenti storici a risolvere il problema. Dopo il crollo del muro di Berlino, nell'ottobre del 1989, Soros decise di dedicare la quasi totalità del suo tempo e le sue enormi risorse finanziarie alle fondazioni da lui istituite per diffondere, nei paesi appartenenti all'ex blocco sovietico, la cultura della democrazia liberale e del libero mercato, lasciando a Druckenmiller la più completa libertà nella gestione del Quantum Fund.

I risultati furono immediatamente eccellenti. Una delle prime grandi operazioni decise da Druckenmiller come gestore del Quantum Fund fu l'acquisto di due miliardi di dollari di marchi tedeschi il giorno dopo la caduta del muro di Berlino. In quel preciso momento storico, il sentimento di mercato sul marco era fortemente negativo, in quanto molti pensavano che gli enormi costi che la riunificazione avrebbe comportato per il bilancio della repubblica tedesca ne avrebbero penalizzato la moneta. Druckenmiller era esattamente dell'opinione opposta, in piena sintonia con quanto sostenuto dallo stesso Soros nel suo libro *L'Alchimia della finanza*. La teoria del genio di Budapest era che un alto deficit di bilancio dello Stato, accompagnato da una politica fiscale espansiva (abbassamento delle aliquote) e da una monetaria restrittiva (innalzamento dei tassi di interessi) avrebbe comportato un rafforzamento della moneta, così come era avvenuto per il dollaro nei primi anni della presidenza di Ronald Reagan, tra il 1981 ed il 1984. La previsione si dimostrò del tutto esatta, generando enormi profitti per il Quantum Fund. Un'altra memorabile operazione fu shortare il mercato giapponese verso la fine del 1989, allorquando raggiunse il massimo di lunghissimo periodo (oltre 39.000 punti) per poi intraprendere una ultra decennale discesa terminata solo nel 2003 a circa 7500 punti. A quell'epoca le quotazioni delle azioni giapponesi erano elevatissime, le obbligazioni a livelli molto bassi e la banca centrale del Giappone aveva iniziato una politica di rialzo molto veloce dei tassi di interessi. C'erano tutte le condizioni perché il mercato azionario crollasse, come puntualmente avvenne. Druckenmiller ha continuato a gestire il Quantum Fund fino al 2000, quando fu licenziato da Soros a causa delle notevoli perdite subite a seguito dello scoppio della bolla speculativa sui titoli high-tech. Da allora è tornato ad occuparsi full-time della Duquesne Capital, che dalla sua fondazione ha quasi sempre avuto performance molto elevate. ■

## Strategia & filosofia

LA STRATEGIA DITRADING ADOTTATA DA DRUCKENMILLER È QUELLA IMPARATA DA SOROS E MESSA MIRABILMENTE IN PRATICA. SI PUÒ SINTETIZZARE IN UNA STRATEGIA OPERATIVA E IN UN PRINCIPIO GENERALE CHE VALE PERTUTTA LA SPECULAZIONE FINANZIARIA. ECCOLI.

1

### ■ STRATEGIA ■

Detenere sempre in portafoglio un nocciolo duro di azioni al rialzo ed uno di azioni al ribasso e quindi usare l'effetto leva per speculare, in un senso o nell'altro, sulle valute, i futures sugli indici e le commodities.

2

### ■ FILOSOFIA ■

Ciò che importante nella speculazione finanziaria non è quante volte il mercato ci dà ragione e quante volte torto ma quanto si guadagna quando si è visto bene e quanto si perde quanto ci si è sbagliati. Il segreto è tutto lì: saper massimizzare le grandi opportunità quando esse si presentano.