

rdlea@libero.it

CON GLI ACCADEMICI NON SI FANNO SOLDI

Molte delle teorie degli economisti che si imparano all'Università non stanno in piedi davanti alla realtà dei mercati. Alcuni grandi matematici lo hanno dimostrato: i tempi sono diversi, e le teorie accademiche vanno in crisi proprio riguardo ai due effetti che più influenzano i rendimenti dei portafogli

Sui metodi di trading è stato detto tutto e il contrario di tutto. Stimati guru internazionali hanno spacciato – e spacciano – per buone, delle popolari ricette destinate al fallimento. Qui vi diciamo come stanno davvero le cose

■ di Renato Di Lorenzo

Non si fa un buon servizio all'investitore se gli si raccontano frottole vestite con l'aura del Santo Graal. Non mi riferisco ai ciarlantani che nella finanza abbondano. Mi riferisco proprio alle teorie "serie", quelle accademiche, quelle degli economisti. Il CAPM, che sta per capital asset pricing model, rispunta regolarmente nelle pubblicazioni che assegnano a se stesse un qual-

che marchio di serietà. Se uno vuole pensare di essere una persona seria, che non racconta stupidate sulla Borsa, parte a spiatellare il CAPM e la sua parente stretta - cioè la frontiera efficiente di Markovitz - finendo in bellezza con la formula di Black & Scholes per il pricing delle opzioni. E così vi frega.

I MATEMATICI

C'è poco da fare: quello che uno sa, se non continua a fare ricerca per tutta la vita, lo impara all'Università, e in Italia - ma non solo in Italia - le Facoltà di Economia e coloro che vi insegnano non hanno le basi matematiche per comprendere che il CAPM non sta in piedi. Dovrebbero poter capire quel che ha scritto un grande matematico come Mandelbrot, o il professor Lo di MIT, o il professor Taqqu della Bo-

ston University. Ma quella è roba tosta. Nessuno ha fornito ai nostri economisti le basi anche solo per aprire i loro libri ed accostarsi ai loro papers. Se lo facessero, se riuscissero a farlo, si accorgerebbero quanto lontana e quanto problematica sia la realtà dei mercati in opposizione alla semplicità disarmante del CAPM.

GIUSEPPE E NOÈ

Detta in poche parole: i mercati veri sono caratterizzati massimamente da due effetti, che Mandelbrot ha chiamato effetto Giuseppe ed effetto Noè. A causa dell'effetto Giuseppe i movimenti al rialzo - e purtroppo anche quelli al ribasso - tendono a durare enormemente di più di quello che sarebbe ipotizzabile in base alle teorie accademiche. Il che significa che se uno si mette al rialzo (o al ribasso) perché glielo hanno suggerito le teorie accademiche, finisce subito in controfase proprio perché i tempi interni del mercato e della teoria accademica sono sostanzialmente diversi. L'effetto Noè invece è la descrizione di quello che tutti noi conosciamo: che i crash e gli spike avvengono d'improvviso sui mercati finanziari, e normalmente avvengono in apertura, essendone maturate le condizioni a mercati chiusi, quindi senza lascia-

re agli operatori un posto dove nascondersi o dal quale avere un vantaggio. L'effetto Noè, che è poi quello che fa realmente la differenza in chi fa trading o investimento, semplicemente non esiste nella teoria accademica.

Se volete: la teoria accademica fallisce proprio nel caratterizzare i due effetti che massimamente influenzano i rendimenti dei portafogli.

Se si obietta che le teorie - diciamo così - "avanzate" non hanno però sviluppato un apparato di strumenti per il trader e l'investitore paragonabile a quello della teoria accademica, questo è vero, ma non è una buona ragione per illudere il pubblico sul fatto che questi strumenti esistono e funzionino.

E poi, a coloro che continuano imperterriti a propinare queste stupidaggini alla gente, bisognerebbe sempre ricordare la massima di John Neff: "Se sei così intelligente, com'è che non sei ricco?"

GRATIS PER VOI

Per finire: come sapete ho messo a punto un foglio di lavoro, Industry Snapshot, che vi aiuterà ad avere una diagnosi immediata semplice, ma molto importante, sullo stato di un intero settore industriale a vostra scelta. E' vostro gratis se me lo richiederete via email. ■

■ di Angelo Drusiani

Convertibili ovvero le prime obbligazioni strutturate apparse sul mercato finanziario. Perché strutturate? Perché le loro caratteristiche sono relativamente complesse, dal momento che, oltre ad avere una durata prefissata, un flusso cedolare (che a volte può essere uguale a zero nel caso delle emissioni zero coupons), offrono a chi le possiede anche l'opportunità di trasformarsi da creditore della società a socio. Opportunità legata, a sua volta, all'andamento di un parametro di riferimento: un titolo azionario. All'atto del collocamento, vengono fissate due importanti indicazioni: l'arco temporale durante il quale è possibile trasformare le obbligazioni in azioni e il rapporto di scambio tra le obbligazioni stesse e le azioni di riferimento.

IL PREZZO SI MUOVE

La quotazione del titolo azionario è soggetta a variazioni, positive o negative, che possono assumere anche valori importanti. Di conseguenza, anche il prezzo di mercato del titolo obbligazionario subisce movimenti verso l'alto o verso il basso, a seconda di quale sarà l'andamento della quotazione dell'azione di riferimento. I due mercati, quello azionario e quello obbligazionario, hanno comunque prospettive non sempre analoghe, ed è per questa ragione che le variazioni di prezzo dell'azione non si riflettono meccanicamente sulla quotazione dell'obbligazione. Essa risente anche delle attese sui tassi d'interesse, con prezzi in calo, se essi tendono ad aumentare e viceversa. Rari sono i casi d'indifferenza al futuro dei tassi d'interesse, perché rare sono le emissioni di obbligazioni convertibili a cedola variabile. Il differente andamento dei mercati può dunque tradursi in uno spostamento non univoco dei prezzi, tra azioni ed obbligazioni. La diversa velocità dei prezzi viene, in termini tecnici, definita premio o sconto che il prezzo dell'obbligazione offre in quel momento, intenden-

CONVERTIBILI, I PRIMI BOND STRUTTURATI

Obbligazioni legate a un titolo azionario che offrono l'opportunità di trasformarsi da creditori di una società ad azionisti della società stessa. E' un modo prudente per investire in Borsa. Come i movimenti del prezzo dell'azione influenzano quelli del titolo obbligazionario

dotosi con questi termini il confronto tra prezzo di mercato dell'azione, dell'obbligazione e del rapporto di conversione stabilito all'atto del collocamento. Semplice? Non tanto, perché, alla prima lettura, sembrerebbe che ambedue le indicazioni siano favorevoli all'investitore. In realtà, il premio rappresenta un eccesso di prezzo che l'acquirente di obbligazioni pagherebbe, se, in quel momento, decidesse di attuare la conversione tra obbli-

“
Lo strumento presta ad un'attività di carattere speculativo importante”
”

gazione e azione, perché il prezzo di mercato è inferiore a quello previsto dalle caratteristiche del prestito, per esercitare la conversione. E' favorevole, viceversa, l'indicazione di sconto, perché significa che, in quel momento, il prezzo di mercato è superiore a quello previsto nelle caratteristiche, per esercitare la conversione stessa. Occhio ai termini: un'errata interpretazione induce ad un investimento non redditizio!

IN BORSA SENZA AZIONI

E' dunque possibile investire in azioni, senza acquistarle? Sì, basta rivolgersi al mercato ed acquistare strumenti convertibili. Nella maggioranza dei casi, è la stessa società in cui l'obbligazione potrà essere convertita a collocare i prestiti: è un'obbligazione convertibile diretta. Ma vi sono casi in cui è una società terza che emette una propria obbligazione, offrendo all'investitore la possibilità di convertirla in un'azione di altra società: è un'obbligazione convertibile indiretta. Non stupisca, quindi, che Capitalia converta in Assicurazioni Generali o il Comune di Milano in AEM, l'azienda elettrica milanese. Si tratta, in ogni caso, di prodotti finanziari convertibili, quotati sul mercato italiano, anche se, va sottolineato, l'attività di scambio è abbastanza modesta, spesso limitata a specialisti del settore. Al tempo stesso, lo strumento si presta ad un'attività anche di carattere speculativo abbastanza importante. Non vi sono ragioni, per ignorarne la presenza, pur a fronte di un mercato non particolarmente vivace, sia per numero di emissioni presenti sul listino, sia per valore delle movimentazioni giornaliere.

REVERSE CONVERTIBLE

Altri strumenti, ancor meno utilizzati ora, consentono di collegare le obbligazioni al mercato azionario. Le obbligazioni reverse convertibile, attraverso meccanismi abbastanza complessi, hanno, fra le caratteristiche fondamentali, un elevato flusso cedolare, una durata non particolarmente lunga, che varia tra sei e ventiquattro mesi, una forma di rimborso, a scadenza, che prevede, in alternativa, l'accredito del valore nominale sottoscritto a suo tempo o la consegna di un predeterminato numero di azioni. Questa forma d'estinzione del prestito ha luogo, se, durante la vita del prestito stesso, il prezzo dell'azione di riferimento è scesa sotto un valore fissato inizialmente, pari, mediamente, ad una percentuale del 20% circa della quotazioni iniziale, e se, al momento del rimborso, il valore di mercato dell'azione è inferiore a quello iniziale. Se i due eventi hanno luogo, al sottoscrittore verrà consegnato un numero di azioni determinato all'atto del collocamento dell'obbligazione: se ciò accade, naturalmente, viste le condizioni riportate sopra, al sottoscrittore dei titoli verranno consegnate azioni, il cui valore di mercato è inferiore a quello di costo, fissato nel momento in cui le obbligazioni vennero collocate. Si tratta, in pratica, di un'operazione in perdita.

EQUITY LINKED

Poco utilizzate anche le obbligazioni definite "equity o index linked", che prevedono, alla scadenza, l'accredito di un valore nominale superiore a quello iniziale, a condizione che le azioni di riferimento dell'obbligazione o l'indice azionario abbiano evidenziato, durante la vita del prestito, un guadagno. Il calcolo di questo guadagno è abbastanza complesso e prevede rilevazioni frequenti. Ne consegue che, per l'investitore, ottenere un risultato favorevole significa assistere ad un rilevante aumento delle quotazioni dei titoli di riferimento o degli indici di Borsa. E se la Borsa crolla? Non si perde, perchè il capitale verrà rimborsato. ■

ANTONVENETA & C, RISPARMIATORI POCO FURBETTI

Applicate ai casi più clamorosi delle recenti vicende finanziarie, ecco le ragioni per cui la massa degli investitori, convinta di guadagnare, diventa parco buoi. Dall'accumulo da parte delle mani forti al passaggio dei titoli - ai prezzi massimi e in clima di euforia - a chi alla fine paga sempre il prezzo della festa

■ di Lorenzo Marconi

Analizzando dal punto di vista della cosiddetta Finanza Comportamentale le recenti vicende finanziarie, dal caso Fiorani-**Antonveneta** a quello **Rcs**- "furbetti del quartierino", troviamo una serie di spunti curiosi.

Per capire meglio molti aspetti partiamo da lontano. Intorno al 1900 un signore di nome Charles Dow (insieme a Jones creò gli Indici Dow Jones) elaborò una teoria che costituisce le fondamenta dell'analisi tecnica e, a nostro avviso, anche della finanza comportamentale e che ancora oggi dimostra intatta la sua validità. Non ci interessa in questa sede analizzarne i tecnicismi e gli aspetti didattici, e non vogliamo darne un'estesa descrizione. L'importante è significarne gli aspetti fondamentali che, oltre che attuale, rendono questa teoria geniale dal punto di vista della finanza comportamentale.

TENDENZE E INVERSIONI

L'obiettivo e l'utilizzo del postulato di Dow è principalmente quello di individuare le tendenze e le relative inversioni di un mercato, di un indice o di un bene che esprimano una quotazione che possa essere rappresentata graficamente. Per chiarezza dobbiamo osservare che la teoria si interessa della direzione di una tendenza, non della sua durata e nemmeno della dimensione, che purtroppo da questo punto di vista non è possibile prevedere. Per non tediare il lettore non ci spingeremo nell'analisi approfondita della didattica, ma mi ci imiteremo ad eviden-

Il Toro, l'Orso e il destino del popolo dei risparmiatori

ziarne i fatti salienti che saranno comunque sufficienti a spiegare la natura di certi movimenti e le analogie comportamentali del risparmiatore per esempio sui titoli Antonveneta e Rcs. Secondo Charles Dow il mercato è formato da tre grandi movimenti chiave: accumulazione, tendenza primaria, distribuzione. Il movimento primario, apparentemente il più importante, è quello che generalmente viene comunemente indicato come tendenza al rialzo (mercato Toro) o tendenza al ribasso (mercato Orso); i movimenti laterali possono configurarsi come movimenti di accumulazione o di distribuzione. Per capire meglio il concetto si veda il grafico dell'indice Dow Jones.

DALLE MANI FORTI ALLE MANI DEBOLI

Il periodo di accumulazione come evidenziato anche nei grafici dei titoli si caratterizza per il rastrellamento da parte delle cosiddette mani forti e ben informate (questa affermazione comincia a chiarire meglio i concetti alla luce dei recenti scandali finanziari) e si concretizzerà in seguito con il movimento di tendenza al rialzo. Al contrario il movimento distributivo segna il passaggio delle azioni dalle mani forti alle mani deboli (piccoli risparmiatori) e si concretizzerà con un pesante movimento di tendenza al ribasso.

Tutto ciò non può non tener conto dell'importanza dei volumi di contrattazione. Durante il periodo di accumulazione i volumi si caratterizzano per la loro inesistenza; chi, volendo accumulare una forte quantità di azioni o di qualunque altro bene che abbia un prezzo, metterebbe in atto dei comportamenti evidenti che potrebbero far scoprire il disegno e l'obiettivo che ci si è prefissi, vedendone lievitare le quotazioni? La dimostrazione di questo fatto è inequivocabilmente evidente dall'analisi dei grafici, ove si può notare come nelle fasi di accumulazione il volume delle contrattazioni rimane basso, creando disinteresse da parte del risparmiatore e oserei dire anche sfiducia. Sì, perché il risparmiatore, o

per così dire l'investitore dilettante, che fonda il proprio comportamento in base a ragioni tipicamente emotive non trova ragioni valide per operare degli acquisti. In questa fase vale la ratio che: chi sa opera e chi non sa osserva distrattamente.

AGISCE SOLO CHI SA

Per usare una metafora prendiamo ad esempio una rappresentazione cinematografica: i produttori e i registi stanno già lavorando alla produzione e al copione, gli attori principali non sono stati contattati e nemmeno le comparse, mentre il pubblico è ignaro di cosa stia accadendo, ma se ne accorgerà quando il film verrà presentato e proiettato nelle sale cinematografiche. Se ripercorrete la vicenda indietro nel tempo ricorderete che a giochi già iniziati chi stava eseguendo la scalata dichiarava ufficialmente il proprio totale disinteresse al riguardo (agiotaggio e manipolazione di mercato sono alcune delle accuse formulate a Fiorani dal Gip Clementina Forleo), mentre dietro le quinte stava silenziosamente accumulando azioni attraverso l'aiuto dei cosiddetti bene informati o concertatori, per utilizzare un termine tecnico. La fase

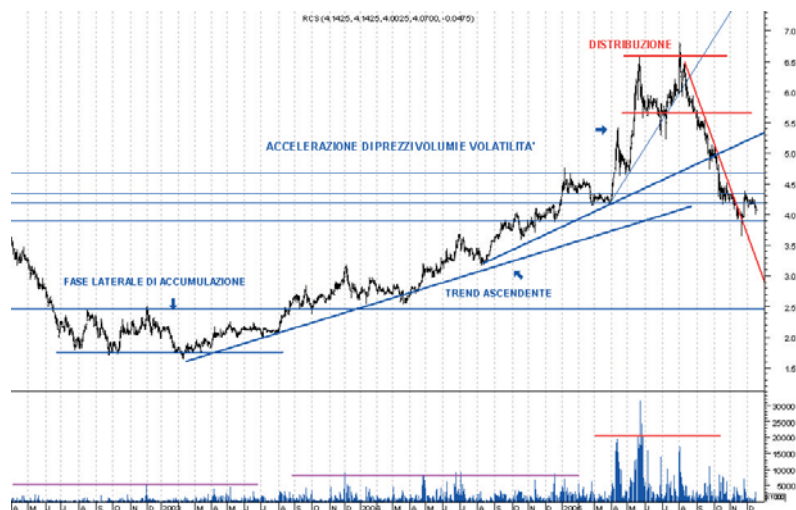
“ A giochi già iniziati chi stava scalando dichiarava ufficialmente il proprio totale disinteresse mentre dietro le quinte stava silenziosamente accumulando azioni ”

L'indice Dow Jones



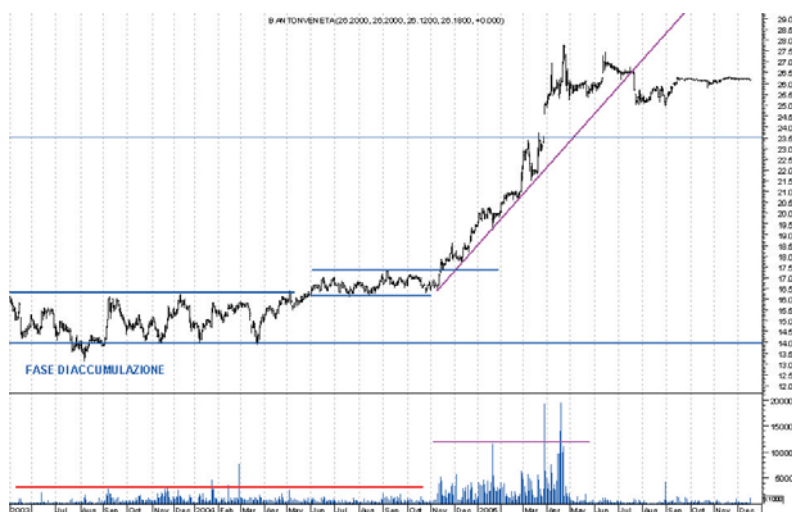
I volumi (barre blu in basso) crescono quando i titoli passano dalle mani forti che hanno accumulato agli ultimi arrivati che pagheranno il prezzo della festa

La fallita scalata a Rcs



Nel caso della scalata non riuscita alla Rcs la speculazione, che si era inserita sull'accumulazione da parte delle mani forti, vende alimentando il ribasso.

La battaglia per Antonveneta



Qui l'accumulazione è lunga, poi la battaglia per il potere con l'aggiunta della speculazione fa impennare il prezzo. Alla fine non c'è ribasso perchè arriva l'Opas.

di accumulazione vede coinvolta solo la categoria delle mani forti, mentre già nella prima fase di rialzo, interviene la categoria dei ben informati; la categoria del parco buoi ne rimane decisamente esclusa, almeno per ora.

A questo punto occorre ribadire con decisione che l'andamento del mercato rappresenta la sintesi dei comportamenti umani. Proseguiamo quindi per osservare quando il "popolo" si inserisce nel gioco.

CLIMA DI FESTA? IL CROLLO È VICINO

Dopo una prima fase di rialzo, alcune notizie diventano di dominio pubblico e l'atteggiamento di chi conduce il gioco cambia. Il clima diventa inizialmente positivo per diventare molto positivo in seguito; (vi ricordate il clima di esuberanza irrazionale della primavera del 2000 dove tutto saliva e sembrava non arrestarsi mai?) le notizie positive influenzano la psiche del risparmiatore colpendolo nel cuore decisionale: la sua emotività. Tutti vogliono partecipare alla gran festa, nessuno vuole rimanerne escluso e come ogni grande festa che si rispetti deve finire con i fuochi d'artificio e il culmine della rappresentazione pirotecnica è il botto finale. In questa fase l'eccesso di fiducia che si cela nell'inconscio dell'investitore scatena tutta la sua libido d'acquisto inconsapevole. Sì, perché è proprio l'eccessiva fiducia che il piccolo risparmiatore ha nei propri mezzi, amplificata dalle informazioni e dal sentimento di grande euforia che costituisce inconsapevolmente la pulsione principale all'acquisto. Peccato che il titolo abbia percorso quasi totalmente la strada del rialzo e si trovi in prossimità o addirittura sui massimi assoluti. In questo momento anche se potenzialmente il guadagno è ancora realizzabile, non è proporzionalmente accettabile rispetto al rischio che si sta correndo. Già, il rischio; brutta parola, così come il concetto di perdita, dei freni inibitori celati per troppo tempo al risparmiatore, mosso principalmente dall'acceleratore rappresentato dal concetto di performance. Ciò che af-

Che cos'è la finanza comportamentale

Su questo giornale, in passato, sono stati evidenziati una serie di aspetti comportamentali che riguardano l'applicazione della psicologia al trading e agli investimenti; in altre parole si è parlato di quella chesi definisce Finanza Comportamentale, "behavioral finance" per gli estero-fili. L'importanza dell'argomento, ben nota a molti da tempo, sta cominciando a diventare di maggior dominio pubblico grazie, ma non solo, all'autorevole contributo del

professor Daniel Kahneman, premio Nobel 2002 per l'economia. Dare una definizione teorica di Finanza comportamentale non è facile, forse è più semplice analizzare le componenti di cui si interessa attraverso una serie di domande le cui risposte ci vengono date proprio dagli studi di questa avvincente branca della ben più estesa economia comportamentale. Esistono sistematiche tendenze all'errore in alcuni tipo di comportamenti quali l'acquisto e la vendita?

Quale può essere il contributo della psicologia sperimentale allo studio della finanza? Possono insorgere comportamenti patologici o di dipendenza derivanti dal trading? Dal punto di vista dell'approfondimento pratico ecco invece i principali quesiti: i mercati sono manipolati? e come si riconosce quando lo sono? È possibile studiare i punti di inversione dei trend? Perché esiste una differenza abissale tra performance simulate e reali?

Questo per quel che riguarda le domande, ma se andiamo a veder la gamma dei contributi, come si può immaginare, è altrettanto estesa e va dalla matematica all'analisi tecnica, dall'informatica alla programmazione, dalla psicologia alla sociologia di massa, dallo studio delle reti neurali alla psicologia della dipendenza. Esiste anche un interessantissimo sito web, www.finanzacomportamentale.it, nel quale potrete trovare approfondimenti e bibliografia.

“ L'eccessiva fiducia che il piccolo risparmiatore ha nei propri mezzi, amplificata dalle informazioni e dal sentiment di grande euforia, costituisce la pulsione principale all'acquisto ”

fermo è facilmente dimostrabile sui grafici, dalla rapida crescita del movimento dei prezzi accompagnato dall'esplosione dei volumi di contrattazione e dalla volatilità (gli elementi distintivi della gran festa); tutti ingredienti che invece dovrebbero servire da campanello d'allarme: qui normalmente inizia la fase di distribuzione (il passaggio dei titoli dalle mani forti alle mani deboli che corrono con gioia verso una perdita sicura) preludio all'inversione a cui seguirà la fase di ribasso pronunciato. La fase del 2000/2003 è ancora abbastanza recente per non dimenticare. La scalata Antonveneta, che è culminata con un'Opa ha fornito un ottimo alibi all'investitore, che ha guadagnato, mentre nel caso della fallita scalata ad Rcs le cose sono andate diversamente, così come tantissime operazioni dai rialzi artificiali, che ancora pesano come macigni nei portafogli.

CORRERE FELICI VERSO IL BARATRO

La verità dal punto di vista comportamentale è che troppo spesso il risparmiatore poco avveduto reagisce emotivamente, invece di agire razionalmente, recependo e muovendosi seguendo informazioni che si rivelano dannose per il pro-

prio portafoglio. Sempre secondo la teoria della finanza comportamentale in buona sostanza, è come se le persone corressero inconsapevolmente felici verso il baratro, proprio perché non lo fanno, spinti dalla propria avversione alle perdite (paura di perdere) e sospinti dalla voglia di realizzare profitti che credono certi (avidità di guadagno); due pulsioni apparentemente opposte tra loro che muovono emotivamente il risparmiatore verso un'unica direzione: la perdita.

Il tutto in benché minima assenza di un controllo del rischio. Ora ci è più chiaro comprendere il perché le statistiche americane parlano del 90% di risparmiatori che perdono, mentre solo uno scarno 10% ottiene profitti, nella gestione fai-da-te. La conoscenza degli aspetti legati alla finanza comportamentale è utile non solo all'attività di trading. Sarà interessante evidenziare anche le implicazioni significative che regolano il comportamento del risparmiatore nell'ambito del risparmio gestito e della realizzazione del proprio portafoglio globale di investimento, la cui conoscenza ritengo sia necessaria, anche per i promotori finanziari e i private banker che quotidianamente si confrontano con i clienti. ■

IMPARATE A DARE ORDINI

A seconda dello strumento finanziario e dei vostri obiettivi occorre definire con esattezza la modalità dell'operazione da tramettere all'intermediario

Non si deve considerare in modo semplicistico la trasmissione di un ordine. Una volta stabilito lo strumento finanziario che volete negoziare e il tipo di disposizione (acquisto, vendita, vendita allo scoperto, acquisto per ricopertura) è necessario definire con esattezza come eseguire l'operazione: a qualunque prezzo va bene o volete mettere dei limiti? E' necessario che l'operazione si concluda all'apertura del mercato o nel corso della giornata? Sarete soddisfatti oppure no da una esecuzione parziale?

Le modalità di compravendita che è consigliabile imparare sono molteplici e, peraltro, non tutti i broker consentono di utilizzare ognuna di esse. Inoltre variano a seconda del tipo di mercato nel quale si intende operare e, altresì, sono direttamente influenzate dal tipo di strumento finanziario. Ecco i vari tipi di ordine secondo i principali parametri. ■

Riccardo Grasselli
riccardo_grasselli@hotmail.com

PARAMETRI DI TEMPO

- **Valido sino a cancellazione (good till cancelled):** viene chiamato anche ordine aperto. Rimane attivo finché:
 - A) non si verificano le condizioni di mercato che ne consentono l'esecuzione
 - B) viene cancellato da voi o dal vostro broker
 - C) il contratto arriva alla sua

naturale scadenza (è il caso di opzioni e futures)

- **Valido sino a data:** rimane attivo fino ad una determinata scadenza.
 - **Valido fino a chiusura (day order):** rimane attivo fino alla conclusione della seduta di Borsa.
 - **Esegui o cancella (fill or kill):** deve essere eseguito immediatamente o altrimenti cancellato. Viene utilizzato normalmente per sfruttare opportunità di mercato di breve durata.
 - **Ad esecuzione differita:** questo ordine rimane in stand-by fino ad un determinato momento.
- Le più comuni disposizioni di compravendita che ricadono in questo tipo sono gli ordini "market on close" che vengono eseguiti il più possibile vicino all'orario di chiusura ufficiale delle contrattazioni. Esistono anche ordini "market on open". Queste modalità risultano di interesse per chi segue strategie di trading basate specificatamente sui prezzi di apertura o chiusura.

PARAMETRI DI QUANTITÀ

- **Tutto o niente (all or none):** ordine per il quale deve venire negoziata l'intera quantità indicata, pena la cancellazione.
- **Esegui quantità minima (partial fill):** questo ordine può essere eseguito anche parzialmente, per un quantitativo minimo specificato.

PARAMETRI DI PREZZO

■ **Al meglio (market order):** l'ordine viene eseguito immediatamente, al miglior prezzo attualmente disponibile. Un ordine di acquisto a mercato verrà eseguito al prezzo della lettera (ask) corrente e un ordine di vendita a mercato sarà eseguito al prezzo del denaro (bid) corrente.

Il vantaggio di questo tipo di disposizioni è che viene garantita una qualche forma di esecuzione. Se non siete preoccupati dal prezzo dell'eseguito e volete entrare o uscire immediatamente i market order sono quello che state cercando.

E' un sistema rischioso soprattutto per i titoli a basso flottante, maggiormente esposti alle fluttuazioni erratiche dei prezzi.

■ **Con limite di prezzo (limit order):** la proposta di acquisto o vendita viene eseguita solo al raggiungimento di un predeterminato prezzo o una quotazione ancora più conveniente.

Se volete vendere o comprare ad un livello di prezzo particolare che ritenete "giusto" utilizzate questo tipo di disposizione. La controindicazione è che l'ordine potrebbe anche non essere affatto eseguito.

■ **Condizionati (stop order):** sono ordini con limite di prezzo utilizzati per chiudere un'operazione. La loro esecuzione è condizionata perché dipende dal raggiungimento di un particolare livello delle quotazioni. Si differenziano in due tipi: stop loss (letteralmente: taglia le perdite) e take profit (prendi profitto).

La comodità di questo tipo di ordini risiede nella possibilità di gestire attivamente la propria posizione anche se non si ha il tempo di seguire costantemente il mercato. In base alle proprie considerazioni (analisi fondamentale, analisi tecnica del grafico, eccetera) ogni utente è libero di fissare il massimo livello di rischio (perdita) che può sopportare così come il prezzo di uscita raggiunto il quale è opportuno concludere l'operazione e incassare i profitti.

Cambiano le commissioni di incentivo, quel di più che molte società di gestione trattengono quando un fondo supera il rendimento di un parametro prefissato. Dopo gli eccessi e le formule troppo sfavorevoli per il cliente, la Banca d'Italia ha imposto nuove regole

PERFORMANCE MENO COSTOSE

Commissioni di incentivo o di performance. Si chiamano così le provvigioni che la società di gestione trattiene in occasione di un maggior rendimento registrato da un fondo comune. Si tratta di un extra che le sgr italiane hanno introdotto da più di un decennio ma che, per la verità, è adottato pure da alcune case d'investimento estere operanti in Italia.

COME FUNZIONA IL MECCANISMO

Il loro meccanismo di applicazione? Nei casi più accettabili il confronto è effettuato con il proprio benchmark (l'indice di riferimento del mercato in cui investe principalmente il fondo), per altri la sfida è con la media dei fondi di categoria: per un fondo azionario area euro, per esempio, l'extra guadagno scatta se si supera, ri-

spettivamente, l'indice Eurostoxx 50 o l'indice dei fondi azionari area euro. Purtroppo, però, in molti altri casi è sufficiente che il rendimento del fondo superi il tasso Euribor, i Bot e l'inflazione. E se capita un'annata di Borsa orribile come il 2001 o il 2002? La possibilità di effettuare confronti anche inferiori ai 12 mesi ha permesso a molti fondi di incamerare commissioni extra grazie al calcolo riferito ad un solo mese o trimestre positivo.

LE NUOVE NORME.

Ecco perchè Bankitalia, responsabile dei regolamenti dei fondi comuni italiani, ha introdotto una nuova e più stringente normativa. L'indice di confronto per il calcolo delle commissioni d'incentivo deve essere coerente con la politica d'investimento del

fondo e si deve riferire ad un periodo di tempo non inferiore ai 12 mesi. Inoltre, le performance positive devono essere compensate da quelle negative: in pratica l'incentivo potrà essere applicato soltanto quando il valore della quota del fondo supera i massimi precedenti.

MA C'È TEMPO PER ADEGUARSI

Le sgr hanno però tempo fino al 31 dicembre 2006 per adeguarsi alla nuova normativa. E, in ogni caso, non c'è molto da illudersi. In base alle prime indicazioni provenienti dalle società che hanno già provveduto a modificare il regolamento dei fondi, si può ipotizzare che le sgr adotteranno un aumento delle commissioni fisse di gestione per rimediare al minore gettito stimato per le nuove commissioni. ■

ESEMPIO DI APPLICAZIONE DI COMMISSIONE DI INCENTIVO

QUOTAZIONE INIZIALE DEL FONDO : 10.000	VARIAZIONI	VALORE DELLA QUOTA DEL FONDO	COMMISSIONE DI INCENTIVO
FONDO 1° TRIMESTRE	-10,00%	9.000	
BOT 1° TRIMESTRE	0,5%		ZERO
FONDO 2° TRIMESTRE	-10,00%	8.100	
BOT 2° TRIMESTRE	0,5%		ZERO
FONDO 3° TRIMESTRE	-20,00%	6.480	
BOT 3° TRIMESTRE	0,5%		ZERO
FONDO 4° TRIMESTRE	25,00%	8.100	
BOT 4° TRIMESTRE	0,5%		1,95%

PERFORMANCE ANNUALE DEL FONDO : -19%

Nello schema è illustrato un esempio paradossale (ma non troppo) di applicazione della commissione di incentivo. Si supponga che un fondo azionario con quota a inizio anno pari a 10.000 preveda una commissione di incentivo pari al 10% della differenza tra la performance trimestrale della quota e quella dell'indice dei Bot maggiorato di 5 punti percentuali. Alla fine del primo trimestre la quota perde il 10% e non scatta alcuna commissione di incentivo; lo stesso accade alla fine del secondo e del terzo trimestre. Alla conclusione del quarto trimestre, invece, la quota del fondo ha un rimbalzo del 25%: tale performance, al netto del bot maggiorato di 5 punti percentuali, consente alla sgr di incassare una commissione di incentivo dell'1,95%. Un vero e proprio salasso tenuto conto che il bilancio annuale della quota del fondo chiude in rosso del 19%.