

# ACADEMY

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

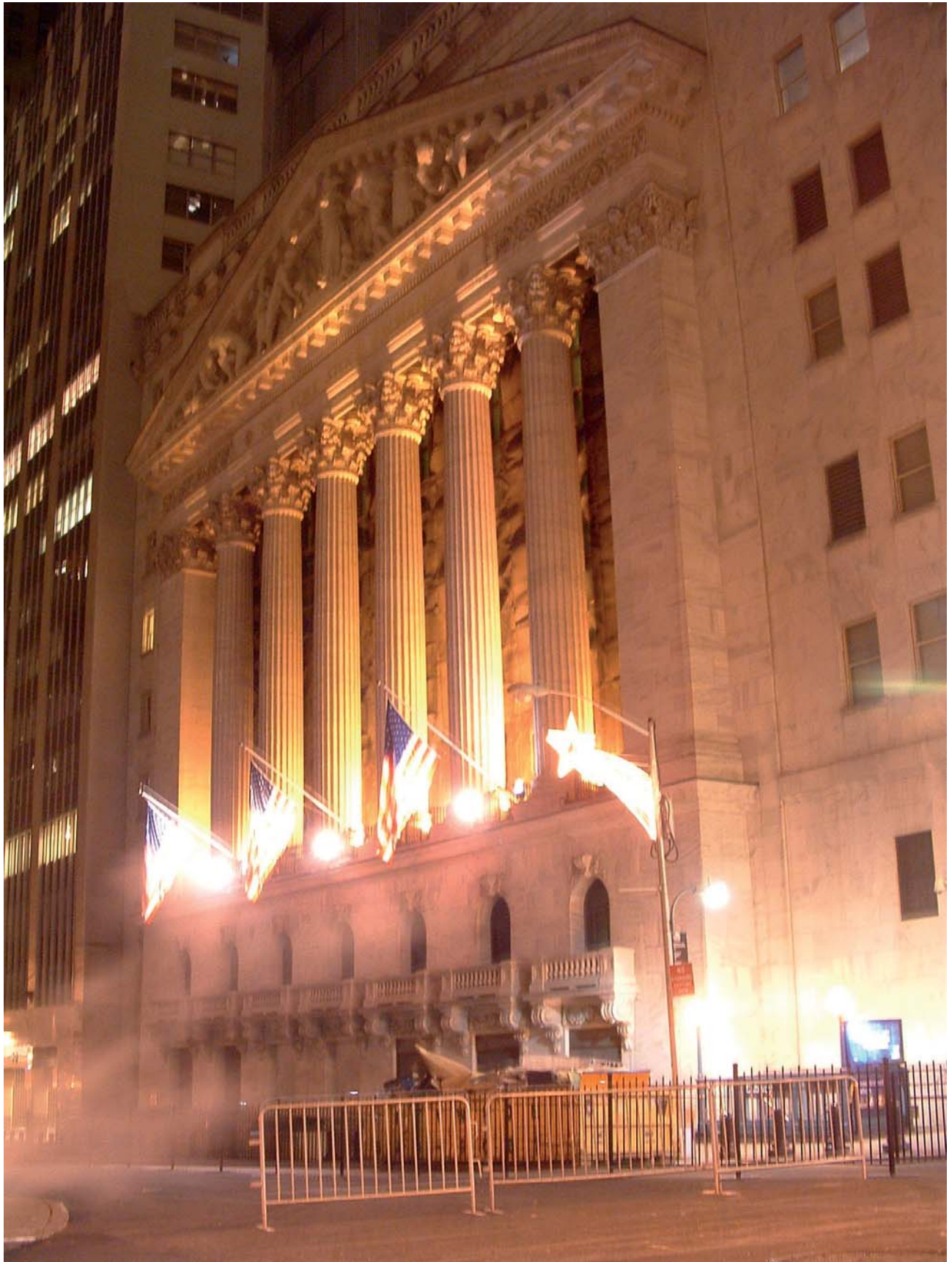
## NIEDERHOFFER IL GENIO CHE HA SAPUTO RISORGERE

**Nel 1997 perse tutto dopo anni di successi strabilianti e di sodalizio con George Soros. Ma dopo un periodo di distacco ha ripreso ad ottenere performance spettacolari. Ecco la sua tecnica di contrarian che utilizza l'analisi statistica**

■ di Ernesto Caggiano

Il 29 ottobre 1997 alcune migliaia di soci ed investitori di tre società di gestione di hedge fund, la Niederhoffer Inter-market Fund, la Niederhoffer Friends Partnership e la Niederhoffer Global Systems ricevettero la seguente lettera:

*"Cari clienti, come certamente a vostra conoscenza, lunedì 27 ottobre u.s. il mercato azionario di New York ha avuto un crollo improvviso. Questo crollo ha fatto seguito ad altri due giorni di forti perdite. Questa inaspettata discesa dei prezzi ha causato notevoli perdite nelle posizioni assunte dai nostri fondi, in particolare nelle opzioni put sull'indice Standard & Poor's 500. Come già sapete dalle precedenti note informative che vi ho inviato, i fondi avevano già subito perdite molto significative all'inizio dell'anno, a causa del collasso dei mercati asiatici, specialmente di quello thailandese. L'assommarsi di queste condizioni negative ha determinato la situazione in cui, alla chiusura dei mercati finanziari di lunedì 27, i nostri fondi non sono stati in grado di versare il capitale necessario per reintegrare i margini richiesti dai nostri brokers. Abbiamo cercato fino all'ultimo di discutere con i nostri intermediari nel tentativo di trovare soluzioni che potessero evitare la liquidazione dei fondi. Purtroppo, proprio ora siamo venuti a sapere che l'intero capitale investito è stato perso. Sfortunatamente, sembra che se fosse stato possibile posticipare di un solo giorno la liquidazione della maggior parte dei nostri conti, la liquidazione definitiva dei fondi avrebbe potuto essere evitata. Purtroppo, però, non possiamo ragionare con i "se". Sapevamo di correre dei rischi. Abbiamo avuto notevole successo per molti anni. Questa volta siamo stati sconfitti e sono veramente spiacevoli di dovervi comunicare che tutti noi abbiamo subito perdite enormi".*



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.



**“ Solo pochi mesi prima del crollo era stato giudicato non solo il miglior hedge fund manager del mondo ma anche, ironia del destino, quello con il più basso livello di rischio, dal momento che i fondi da lui gestiti non avevano avuto un solo mese di perdita ”**

L'estensore e firmatario di questa lettera fu Victor Niederhoffer, che solo pochi mesi prima era stato giudicato, da una società di ricerca internazionale molto quotata, non solo il miglior hedge fund manager del mondo ma anche, ironia del destino, quello con il più basso livello di rischio, dal momento che i fondi da lui gestiti per quasi venti anni non avevano avuto, al contrario di quelli di molti altri gestori di successo, un solo mese in perdita.

Quel 27 ottobre di dieci anni fa calava (momentaneamente) il sipario su una delle più straordinarie avventure umane e professionali che l'America ha conosciuto nella seconda metà del XX secolo.

### **TALENTO ECCEZIONALE INTUTTI I CAMPI**

Niederhoffer, infatti, è stato (è) uomo di raro talento ed intelligenza, che, prima del crollo spettacolare e clamoroso (si calcola che perse in un solo giorno circa 100 milioni di dollari), era riuscito ad ottenere risultati eccezionali in qualunque ambito si fosse cimentato: più volte campione nazionale di squash, pianista di alto livello, tra i migliori giocatori di scacchi della nazione e speculatore finanziario di straordinario successo.

Nato a Brooklyn nel 1943, Niederhoffer studiò economia e statistica all'Università di Harvard dove si laureò nel 1964, specializzandosi successivamente all'Università di Chicago. Giovanissimo ottenne la cattedra di finanza a Berkeley e fondò, con Frank Cross, una società chiamata Niederhoffer, Cross and Zeckhauser Inc., una banca di investimento che curava la vendita di società non quotate a società quotate di maggiori dimensioni.

Come professore di finanza, negli anni 60 e 70 scrisse numerosi articoli sulle inefficienze dei mercati che lo portarono a fondare una società di trading, la NCZ Commodities Inc, il cui successo attirò l'attenzione di George Soros.

### **SOCIO DI SOROS E MAESTRO DEL FIGLIO**

Niederhoffer divenne socio di Soros e, dal 1982 al 1990, gestì tutto il comparto obbligazionario e dei mercati esteri dei numerosi fondi facenti capo a Soros. Soros all'epoca aveva una stima così elevata di Niederhoffer che gli affidò la formazione di suo figlio, affinché lo stesso imparasse cosa vuol dire essere uno speculatore finanziario. Dal 1980 al 1997, anno del crollo, il rendimento annuo composto dei fondi gestiti da Niederhoffer fu del 35%.

Le clamorose perdite del 1997 furono causate soprattutto dall'enorme investimento in azioni della Thai bank, che, nel corso della crisi dei mercati asiatici, avevano subito uno spaventoso tracollo. Niederhoffer scommise che, per quanto la situazione finanziaria della banca fosse precaria, il governo thailandese non avrebbe mai permesso che fallisse, per i devastanti effetti che ciò avrebbe comportato sull'intera economia del paese. La Thai bank, invece, fallì, con la conseguente perdita di pressoché l'intero capitale investito da Niederhoffer. Questa enorme perdita, sommandosi a quelle successive dovute al crollo dei mercati della fine dell'ottobre del 1997, portò alla liquidazione definitiva dei fondi di Niederhoffer.

Niederhoffer, tuttavia, non si diede



per vinto e dopo un periodo di scoraggiamento e depressione, nel 1998 riprese ad operare sui mercati finanziari gestendo un proprio conto, alimentato grazie ai soldi ricevuti in prestito grazie ad un mutuo sulla sua casa ed a quanto ricavato dalla vendita della sua storica collezione di argenti, una delle più prestigiose al mondo.

Nel 2002 ha ripreso a gestire soldi di terzi, con un fondo offshore chiamato Matador. Le performance sono state nuovamente spettacolari. Dal 2001 al 2005 i fondi gestiti da Niederhoffer hanno avuto un rendimento composto annuo del 50%.

La tecnica speculativa di Niederhoffer è quella tipica del contrarian che assume posizione opposte all'andamento di breve termine dei mercati sulla base di sofisticate analisi statistiche della volatilità dei mercati medesimi.

### L'ARBITRAGGIO STATISTICO

Un esempio di cosiddetto "arbitraggio statistico", tipica operazione di Niederhoffer attualmente utilizzata da molti hedge fund manager che operano sul breve termine, potrebbe essere il seguente: qual è statisticamente la probabilità che oggi, lunedì, dopo cinque giorni consecutivi di chiusura al rialzo dell'indice S&P 500, con apertura in un range di prezzo inferiore alla media dei cin-

que giorni precedenti e con perdita dei bond del 2% nei tre giorni precedenti, l'indice S&P 500 perda più dello 0,5%? Se la risposta è il 70%, viene immediatamente aperta una posizione ribassista su detto indice.

### DECENNI DITEST

L'enorme difficoltà di dette analisi è ovviamente data dalla scelta dell'arco temporale sul quale effettuare i test statistici nonché dalla selezione delle variabili quantitative da considerare significative ai fini della analisi stesse. Qui non ci sono facili ricette preconfezionate. L'unico aiuto può venire da decenni di studi, simulazioni, test empirici effettuati in tutte le possibili condizioni di mercato, al fine di giungere a risultati che abbiano un elevato grado di affidabilità. I computers, ovviamente, hanno di gran lunga alleviato questo lavoro, che rimane, tuttavia, impervio e faticoso.

I lunghi decenni di studio teorico e di indagini empiriche non hanno impedito, peraltro, che Niederhoffer perdesse in pochi giorni l'intero capitale investito, in quel maledetto ottobre del 1997. Ciò a causa di quello, che un altro grande trader quantitativo, Nassim Nicholas Taleb, chiama "il cigno nero", l'evento rarissimo che ha una probabilità infinitesimale di verificarsi e che, invece, per la natura strutturalmente instabile dei mercati finanziari, può accadere in qualsiasi momento ed è intrinsecamente imprevedibile.

Non ci sono tecniche per proteggersi dall'accadere di ciò che sembra praticamente impossibile. L'unica via di salvezza è l'atavica, saggia prudenza di chi non si mette mai in condizione, qualunque cosa accada, di perdere l'intero capitale e di essere definitivamente estromesso dal gioco. E, peraltro, vero anche l'esatto contrario, cioè che un'eccessiva prudenza non consente di ottenere guadagni significativi ed anzi, se portata all'estremo, impedisce la stessa partecipazione al gioco della Borsa, dal momento che un margine di incertezza è strutturale a qualsiasi decisione di investimento, in quanto "risk is the name of the game". ■

## Convincetevi di questo

PER TUDOR JONES  
OLE CONVINZIONI PROFONDE  
DI CHIUNQUE VOGLIA  
PARTECIPARE AD UN GIOCO  
ALTAMENTE COMPETITIVO,  
COME LO SPORT AGONISTICO  
O LA SPECULAZIONE  
FINANZIARIA, DOVREBBERO  
ESSERE LE SEGUENTI:

1 ■

Solo tu sei l'artefice dei tuoi successi e delle tue sconfitte

2 ■

Il successo non arriva improvvisamente per caso: anche per i campioni arriva a tappe successive, a volte separate da anni di difficoltà e sforzi che sembrano vani

3 ■

Il buon giocatore è colui che sa che non ha mai smesso di imparare e che vi sono sempre margini di miglioramento

4 ■

Il giocatore che non impara dall'esperienza, non imparerà mai da nessun'altra scuola

5 ■

Per vincere bisogna analizzare il gioco, analizzare gli altri giocatori, ma soprattutto analizzare se stessi

6 ■

I migliori giocatori danno il loro massimo in ogni partita, in ogni azione ed in ogni movimento

7 ■

Il campione sa anche quando è il momento di non fare nulla.

Molte partite sono vinte da giocatori furbi, ma molte di più sono perse da giocatori troppo furbi.

