

QUANTO È IMPORTANTE LA FORMA?



Matthieu Dulguerov
Senior Research and Product Manager,
Head of Equities

LA FORMA È FONDAMENTALE

Un veicolo di investimento è un prodotto finanziario che offre agli investitori un servizio di gestione patrimoniale. Dietro a qualsiasi prodotto, come Berkshire Hathaway, ci sono sostanza e forma. La sostanza è il portafoglio di titoli, il risultato di un processo di investimento applicato a un universo di investimento. La forma è il quadro giuridico, che si occupa di tutti gli elementi normativi e contrattuali del veicolo di investimento.

Forse siete tra coloro che pensano che la forma scelta da Warren Buffet per attuare la sua strategia di investimento sia accessoria e che il suo successo finanziario e quello del suo socio recentemente scomparso, Charlie Munger, si spieghino solo con la loro scelta di investimento? In questo caso, cercheremo di convincervi del contrario mostrandovi che una condizione necessaria per il successo di un prodotto è la corrispondenza tra la sua sostanza e la sua forma.

SQUILIBRIO TRA SOSTANZA E FORMA

Consideriamo un prodotto le cui decisioni di investimento sono prese con un approccio di lungo termine e che offre liquidità, ossia la possibilità per gli investitori di convertire il prodotto in una somma di denaro disponibile quasi immediatamente. Ad oggi, il prodotto in questione, che investe solo in società quotate, ha sovraperformato il suo indice di riferimento a tal punto che molti investitori chiedono al loro gestore di acquistarlo. Ogni volta che il gestore incontra un potenziale investitore, dice sempre la stessa cosa, ovvero che nessuno dovrebbe acquistare il prodotto se non ha un orizzonte temporale di almeno

cinque anni. Cosa pensate che succederebbe se il valore del prodotto scendesse del 30% in un periodo più breve dell'orizzonte temporale?

«La mancanza di armonia tra sostanza e forma del prodotto porta inevitabilmente al fallimento, indipendentemente dalla qualità della sostanza.»

Nonostante i numerosi avvertimenti sulla necessità di avere un orizzonte temporale di almeno cinque anni, il dubbio si insinuerebbe tra gli investitori, risvegliando l'istinto di sopravvivenza che li spingerebbe a vendere nel momento peggiore per paura di perdere tutto. La fuga prematura degli investitori, resa possibile da una mancata corrispondenza tra sostanza e forma, non sarebbe priva di conseguenze. Sarebbe accompagnata da esernalità negative per gli stakeholder. In primo luogo, gli investitori che avevano acquistato il prodotto qualche tempo prima del crollo e lo avevano venduto subito dopo avrebbero perso molto. In secondo luogo, questi investitori nutrirebbero rancore nei confronti dell'azienda responsabile della gestione del prodotto, danneggiandone la reputazione. Infine, il product manager verrebbe licenziato per incompetenza. Verrebbe accusato, ad esempio, di non aver selezionato aziende in grado di resistere al calo dei prezzi.

EVEN GOD WOULD GET FIRED AS AN ACTIVE INVESTOR

Quest'ultimo argomento è assurdo. Per quanto un gestore possa essere bravo a selezionare le società, ciò non lo mette al riparo da periodi di sottoperformance. Per illustrare il nostro punto di vista, prendiamo l'esempio di un portafoglio ponderato in base alla capitalizzazione di mercato dei suoi componenti e composto da cinquanta società che in cinque anni avranno la migliore performance tra tutte le società dell'indice S&P 500. Al termine dei cinque anni, la composizione e la ponderazione del portafoglio vengono riviste sulla base dello stesso principio sopra esposto dall'inizio del 1927 alla fine del 2009. Si presume quindi di sapere con certezza, con cinque anni di anticipo, quali saranno le cinquanta società dell'indice più performanti alla fine di questo periodo. Non sorprende che la performance storica di questo portafoglio sia stata eccellente. Ha superato in modo significativo il mercato, registrando un rendimento del 29% all'anno dall'inizio del 1927 alla fine

del 2009, ossia per oltre ottant'anni. Ma ciò che sorprende è che a un certo punto questo ipotetico portafoglio ha perso oltre il 75% del suo valore e in altri momenti è sceso molto più del mercato!

Questo portafoglio è stato presentato da Wesley Gray in uno studio pubblicato nel 2016 dal titolo *Even God would get fired as an active investor*. Sebbene il titolo sia accattivante, non crediamo sia abbastanza preciso. *Even God would get fired as the long-term investment manager of an open-end fund with daily liquidity* sarebbe stato più appropriato. Infatti, quest'ultimo titolo indica chiaramente che la mancanza di armonia tra sostanza e forma del prodotto porta inevitabilmente al fallimento, indipendentemente dalla qualità della sostanza.

LA FORMA IDEALE È UNA FUNZIONE DELLA SOSTANZA

Concludiamo con un suggerimento semplice ed efficace per evitare le spiacevoli conseguenze di uno squilibrio tra sostanza e forma. Idealmente, e contrariamente alla prassi consolidata, la liquidità osservata non dovrebbe mai essere inferiore all'orizzonte temporale di un prodotto finanziario. In questo modo, la forma ideale diventerebbe una funzione dell'orizzonte temporale della strategia di investimento. I prodotti di investimento disponibili sui mercati privati beneficiano già di questo vantaggio. Invidiamo la loro forma e aspiriamo un giorno a emularli. Per il momento ci sforziamo di comunicare in modo trasparente le nostre azioni di gestione, nella speranza che i nostri clienti, indipendentemente dalle fluttuazioni del mercato, si attengano all'orizzonte temporale che hanno scelto inizialmente.



REYL
INTESA SANPAOLO

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto, messo a disposizione da REYL & Cie Holding SA e/o dalle sue società affiliate (di seguito "REYL"), ha finalità esclusivamente informative, è destinato ad un uso strettamente interno e non intende costituire una sollecitazione o un'offerta, una raccomandazione o un consiglio di acquistare o vendere diritti in qualsivoglia strumento finanziario ivi menzionato, né di effettuare transazioni o diventare parte di una transazione di qualsiasi tipo, in particolare con destinatari che non siano investitori qualificati, autorizzati, idonei e/o istituzionali. Il contenuto è destinato ad essere utilizzato esclusivamente dal destinatario e non può essere comunicato, stampato, scaricato, utilizzato e riprodotto ad altri fini. Il contenuto non è destinato a essere distribuito/offerto a, o utilizzato da, persone fisiche o giuridiche di un Paese, o soggette a una giurisdizione, le cui leggi o normative vietano tale distribuzione/offerta od uso. Sebbene REYL si impegni ragionevolmente per ottenere le informazioni da fonti che ritiene affidabili, REYL, i suoi amministratori, rappresentanti, dipendenti o azionisti non assumono responsabilità in merito al presente contenuto e non garantiscono che i dati indicati siano corretti, completi o degni di fede. REYL non assume quindi alcuna responsabilità per le eventuali perdite derivanti dall'utilizzo del presente contenuto, il quale è destinato esclusivamente ai destinatari che comprendono i rischi inerenti e sono in grado di assumerli. Le informazioni, i pareri e le verifiche contenute nel presente documento sono pertinenti alla data di pubblicazione e potrebbero essere revocate o subire variazioni senza preavviso. Il contenuto del presente documento è destinato esclusivamente a soggetti in grado di comprendere e assumersi tutti i rischi del caso. Prima di eseguire qualsiasi transazione, i destinatari devono stabilire se lo strumento finanziario menzionato nel contenuto corrisponde alle sue caratteristiche particolari e devono accertarsi di determinare, in modo indipendente (con i loro consulenti professionali) i rischi specifici, le conseguenze legali, fiscali e contabili nonché le condizioni di idoneità dell'acquisto degli strumenti finanziari menzionati nel contenuto. REYL, i suoi amministratori, funzionari, dipendenti, agenti e azionisti possono di volta in volta vantare interessi e/o avere impegni di sottoscrizione negli strumenti finanziari descritti nel presente documento. REYL non fornisce garanzie per quanto riguarda l'adeguatezza delle informazioni indicate, dei pareri o degli strumenti finanziari. I dati storici relativi al rendimento degli strumenti finanziari o delle attività sottostanti non costituiscono un'indicazione del loro rendimento futuro. Il presente contenuto è stato redatto da un dipartimento di REYL che non è un'unità organizzativa responsabile per la ricerca finanziaria. REYL è soggetta a diversi obblighi regolamentari e alcuni strumenti finanziari possono non essere disponibili in tutte le giurisdizioni o per tutti i tipi di destinatari. Il destinatario dovrà quindi conformarsi alle sue normative locali. Il presente non intende di offrire servizi e/o strumenti finanziari nei paesi o nelle giurisdizioni in cui tale offerta fosse illecita ai sensi delle leggi locali in vigore.



SUCCESS. TOGETHER.