

Paolo Sasseti

Gli investimenti azionari ed il caso



**Lezioni “eversive”
dall’analisi dello *stock picking*
dei gestori professionali**

Edizioni “Caserecce” - Agosto 2005

*Ai miei genitori e
all'alba di una nuova era*

La distribuzione di questo documento è libera ma deve farsi rispettando l'integrità del testo.

La stampa di questo documento su una stampante professionale a colori e la rilegatura delle pagine in un libro consentono di fare un regalo originale ed utile ai vostri amici ed ai vostri conoscenti.

(versione 1)

Avviso

Questo pamphlet raccoglie un gruppo di articoli di Paolo Sasseti che trattano, in estrema sintesi, il tema della **casualità nei rendimenti** nella gestione di portafoglio, trattato più diffusamente nel suo corso di autodifesa finanziaria su CD-Rom intitolato *Judo finanziario*. La maggior parte delle riflessioni nasce dall'analisi dei risultati della competizione "Caccia al Toro" organizzata dal quotidiano *Il Sole – 24 Ore*, di cui si è appena conclusa la terza edizione.

Una presentazione del corso si trova ai link:

http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Judo_finanziario.html

http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Introduzione_al_corso.pdf

Il corso può acquistarsi direttamente presso l'autore, contattandolo al link:

<http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Contacts.html>

paolo_sasseti@yahoo.it
Costanza_Consulting@BrianzaEst.it

con pagamento contrassegno, oppure presso i rivenditori indicati al primo dei link sopra indicati.



Indice

2002-2003: “Caccia al Toro” o caccia al gestore?	pag. 5
2003-2004: La ruota della fortuna colpisce ancora	pag. 13
2003-2004: Altri insegnamenti eversivi di “Caccia al Toro”	pag. 15
2004-2005: Il <i>momentum</i> fa ancora centro	pag. 17

Appendice

1988: The Wall Street Journal Dartboard Contest	pag. 20
Biografia dell'autore	pag. 25

2002-2003: “Caccia al Toro” o caccia al gestore? ¹

Un’insolita verifica empirica sulle performance dei gestori professionali

1) Premessa

Il quotidiano *Il Sole 24 ore* ha indetto una competizione tra dieci primari gestori italiani che ha avuto inizio nel giugno 2002 e si è conclusa nel giugno 2003. Questa competizione, denominata “Caccia al toro”, è consistita nella selezione da parte dei dieci gestori di cinque azioni europee e nell’aggiornamento dei loro portafogli ogni 5 settimane. I rendimenti di questi portafogli sono stati poi confrontati con:

- l’indice Eurostoxx;
- l’indice Mib30;
- portafogli di 5 titoli estratti casualmente dall’indice Eurostoxx (metodo denominato Montecarlo ²);
- portafogli di 5 titoli selezionati dall’Eurostoxx, tra quelli con un rapporto P/fatturato < 1,5, sulla base del più elevato apprezzamento nei 12 mesi precedenti (portafogli Euro Runners);
- portafogli di 5 titoli selezionati dal Mib30, tra quelli con un rapporto P/fatturato < 1,5, sulla base del più elevato apprezzamento nei 12 mesi precedenti (portafogli Italian Runners).

Nonostante la breve durata di questa competizione, per aver coinvolto dieci tra alcune primarie società italiane di gestione del risparmio, i suoi risultati sollecitano utili spunti di riflessione sui temi **(a)** del valore aggiunto effettivamente erogato ai risparmiatori dall’industria del risparmio gestito e **(b)** dei possibili vantaggi offerti dalla gestione “sistematica” di portafoglio rispetto alla gestione discrezionale.

2) Il primo semestre: *nihil sub sole novi*

Ai primi di gennaio 2003, dopo le prime venticinque settimane di competizione, il quotidiano ha fatto il punto dei risultati parziali conseguiti dai concorrenti ³. Pur essendo una competizione simbolica è, tuttavia, ragionevole pensare che i cinque titoli selezionati dai singoli gestori nella competizione fossero quelli di maggior peso nei

¹ Pubblicato sulla *Rivista Aiaf* nr. 48, 2003

² La metodologia di estrazione casuale di un gruppo di titoli da un paniere è pomposamente chiamata “metodo Montecarlo” in omaggio al casinò più celebre del mondo, quello di Montecarlo, appunto. La sostanza, tuttavia, è quella di una selezione di titoli azionari effettuata in maniera altrettanto casuale (e banale) rispetto all’uscita di un numero nel gioco della roulette o rispetto al lancio, da parte di una scimmietta (non addestrata!), di frecce su un tabellone recante i *ticker* dei titoli azionari.

³ Si veda l’articolo di Marco Liera su *Il Sole 24 ore* del 7 gennaio 2003.

fondi comuni da essi gestiti nella realtà. Nella **Tabella 1** sono riportate le valorizzazioni finali medie dei portafogli dei gestori dopo le prime 25 settimane di competizione (fatto uguale a 100 il valore dei portafogli di partenza).

Tabella 1

“Caccia al toro”: valore medio dei portafogli dei gestori (base = 100) comparati con alcuni benchmark dopo le prime 25 settimane di gara (elaborazione su dati grezzi de Il Sole 24 ore)						
	Gestori	EuroStoxx	Mib30	Euro Runners	Italian Runners	Metodo Montecarlo
Media	86,14	80,20	87,48	94,65	92,88	85,22
Varianza	40,17	4,88	5,63	6,41	4,15	41,32

Questi risultati iniziali hanno suggerito alcune prime considerazioni:

- nelle prime 25 settimane di gara i gestori hanno in media battuto largamente l'indice Eurostoxx. Ovviamente questo risultato è stato reso possibile da portafogli assai più concentrati (5 titoli) rispetto all'indice. Aumentando la diversificazione di portafoglio, le performance avrebbero mostrato una fisiologica convergenza verso il *benchmark*. Il confronto con l'indice Mib30, per quanto negativo, non è da considerarsi particolarmente significativo (e, quindi, particolarmente deludente) giacché i portafogli effettivamente selezionati dai gestori sono stati di titoli europei e non solo italiani anche se alcuni gestori si sono effettivamente sovra-pesati su titoli italiani;
- considerando che le valorizzazioni dei portafogli non tenevano conto delle commissioni di gestione (che erano dovute nei portafogli gestiti ma, chiaramente, non erano dovute nei portafogli Montecarlo) e le commissioni di negoziazione (che erano dovute in maniera ridotta solo per gli acquisti iniziali nei portafogli statici Eurostoxx e Montecarlo), la performance lorda del portafoglio medio Montecarlo nel primo semestre non si è discostata da quella media dei gestori e, al netto di costi e commissioni figurative, deve giudicarsi in realtà migliore di quella dei gestori. Questo risultato, sia pur parziale, non deve rappresentare una sorpresa giacché l'aneddotica e persino la letteratura finanziaria non è nuova a casi che testimoniano la difficoltà dei gestori a far sistematicamente meglio di portafogli casuali (e questo perché, come vedremo nel prosieguo, i portafogli casuali tendono per loro natura ad approssimare i *benchmark*, cosicché la difficoltà dei gestori a battere i *benchmark* si risolve normalmente, per la proprietà transitiva, anche in una difficoltà a battere i portafogli casuali). Anche le varianze dei risultati si sono rivelate decisamente simili. Nel caso dei gestori, la distribuzione dei differenziali delle performance rispetto all'Eurostoxx si è approssimata, come ragionavo le, a quella normale, con una concentrazione di risultati attorno alla media. Si consideri che i portafogli casuali selezionati dal quotidiano per ogni coppia di gestori a confronto restavano immutati per tutta la competizione e non venivano risorteggiati ogni cinque settimane, per cui, al termine della competizione stes-

sa, avrebbero potuto influire specifici fattori particolarmente favorevoli o particolarmente sfavorevoli dell'unica selezione casuale;

- potrebbe apparire più sorprendente che la media dei portafogli Euro Runners, selezionati con criteri apparentemente banali, abbia performato in maniera così superiore al *benchmark* Eurostoxx ed ai gestori; inoltre, a parte i valori medi rappresentati nella *Tavola 1*, i portafogli Euro Runners hanno battuto i gestori in 9 casi su 10 (ed hanno *sempre* battuto l'indice Eurostoxx). Tuttavia, poiché uno dei due criteri di selezione delle azioni di questi portafogli all'interno dell'indice Eurostoxx è stato quello della migliore performance storica nei 12 mesi precedenti (in pratica della più elevata forza di medio termine dei titoli selezionati), è ipotizzabile un effetto di trascinamento dei corsi sulla base del puro "abbrivio" (*momentum*) dei titoli.

In altri termini, mentre ci sono ragioni per credere che il basso rapporto P/fatturato non sia rilevante ai fini della selezione dei titoli vincenti, se si abbracciano l'ipotesi tecnica di persistenza dei trend azionari e/o l'ipotesi statistica di stazionamento dei coefficienti Alfa delle azioni attorno ai loro valori storici recenti, allora la selezione di titoli "forti" rispetto al mercato (con $\text{Alfa} > 0$, *alias* elevati *momentum* della forza relativa sull'indice di riferimento) presenta una ragionevole probabilità di battere il mercato stesso ⁴ anche se non è affatto detto che il periodo di comparazione utilizzato per la selezione dei titoli (i 12 mesi precedenti) sia quello ottimale ⁵. Questa ragionevole probabilità viene confermata dall'osservazione che anche i portafogli Italian Runners hanno sempre battuto il Mib30, sia pure in maniera meno eclatante, ed hanno anch'essi battuto i gestori in 9 casi su 10 ⁶.

⁴ Una trattazione piuttosto estesa e ricca di esempi di questo concetto è riportata nel cap. 8 del mio libro *Investire Controcorrente*, FrancoAngeli, 2002. Un aspetto *contrarian* di questa strategia d'investimento (rispetto all'idea comune di comprare "basso" per vendere "alto") risiede nella selezione dei titoli forti ("alti") invece di quelli deboli ("bassi"), nel presupposto che esistano ragioni valide (fondamentali, speculative, ecc.), anche se non sempre evidenti, sia per la forza, sia per la debolezza dei titoli e che sia poco remunerativo ignorarle.

⁵ Nel capitolo 8 di *Investire controcorrente* ho riportato l'esempio di alcune simulazioni di *sector rotation* condotte su fondi settoriali statunitensi. Le simulazioni hanno rivelato che la scelta di indicatori di lungo termine per gestire gli *switch* (e, quindi, la selezione dei fondi) può offrire le performance più elevate ma al prezzo di una maggiore volatilità dell'*equity curve* del portafoglio: "*Non sorprendentemente alcuni indicatori di lunghissimo termine hanno fornito i risultati di gran lunga migliori in termini di puro rendimento complessivo giacché alcuni fondi settoriali in forte crescita tendevano a permanere lungamente nel portafoglio*" (pag. 98). Ciò non significa necessariamente che tali indicatori siano quelli ottimali.

⁶ Il miglior andamento dei portafogli Euro Runners su quelli Italian Runners, per quanto preliminare, non deve sorprendere. L'indice Eurostoxx è comprensivo di un paniere più ampio e diversificato di titoli e, pertanto, offre un numero maggiore di alternative di *stock picking* rispetto al Mib30. In ogni caso il confronto corretto da fare è quello con i rispettivi *benchmark*: nel semestre il portafoglio Euro Runners ha battuto l'indice Eurostoxx di 14,45 punti percentuali, il portafoglio Italian Runners ha battuto l'indice Mib30 di 5,40 punti percentuali. È anche ragionevole ipotizzare che l'eliminazione dell'irrelevante condizione $P/fatturato < 1,5$ avrebbe potuto consentire una selezione ancora più efficace di titoli vincenti.

3) Il secondo semestre: vincono i “corridori” perché avevano la “spinta” iniziale

Nel giugno del 2003 la competizione si è conclusa ed ha offerto il quadro di confronto riportato nella **Tabella 2**.

Tabella 2

“Caccia al toro”: valore medio dei portafogli dei gestori (base=100) comparati con alcuni benchmark dopo 50 settimane di gara (elaborazione su dati grezzi de Il Sole 24 ore)						
	Gestori	Euro Stoxx	Mib30	Euro Runners	Italian Runners	Metodo Montecarlo
Media	86,11	78,93	91,04	100,68	101,05	83,41
Varianza	121,27	30,64	19,36	8,41	6,89	88,44

Confrontando il risultato delle 50 settimane di gara con quello delle prime 25, la tabella comparativa che se ne ricava è riportata nella **Tabella 3**. La **Tabella 3** evidenzia come, nelle seconde 25 settimane di competizione, la media dei gestori abbia ulteriormente lievemente migliorato lo scarto rispetto all’indice Eurostoxx ed ai portafogli casuali Montecarlo.

Tabella 3

“Caccia al toro”: scostamento tra il rendimento medio dei gestori ed alcuni benchmark dopo 25 e 50 settimane di competizione			
Delta % tra la media dei gestori e l'indice ...	dopo 25 settimane	dopo 50 settimane	Miglioramento (+) / o peggioramento (-) nelle seconde 25 settimane
Eurostoxx	5,93 %	7,18 %	1,25 %
Mib30	- 1,35 %	- 4,93 %	- 3,58 %
Euro Runners	- 8,51 %	- 14,58 %	- 6,07 %
Italian Runners	- 6,74 %	- 14,95 %	- 8,20 %
Metodo Montecarlo	0,92 %	2,70 %	1,78 %

Per quanto riguarda i portafogli casuali, tuttavia, lo scarto assoluto di rendimento a vantaggio dei gestori (2,70 %) per correttezza metodologica dovrebbe essere abbattuto dei costi differenziali di gestione e di negoziazione che non sono dovuti nei portafogli Montecarlo ... Stimando questi costi differenziali nel 2 - 2,5% del portafoglio, il delta differenziale mediamente a favore dei gestori nei confronti dei portafogli Montecarlo si riduce a 0,2 - 0,7 %. Solo 5 gestori su 10 hanno battuto i portafogli casuali. Questo risultato accredita, ancora una volta, l’immagine irriverente delle scimmiette bendate che, lanciando freccette su un tabellone di *ticker* di titoli azionari, riescono a conseguire performance *simili* a quelle di un gestore *medio* (o della *media* dei gestori)! Va sottolineato che, in una serie infinita di simulazioni, le performance dei porta-

fogli Montecarlo tenderebbero necessariamente ad approssimarsi al *benchmark* Eurostoxx e che, quindi, il risultato qui ottenuto dai portafogli Montecarlo (migliori dei *benchmark*) contiene una componente insopprimibile di casualità che, in questo specifico caso, *pare* aver giocato relativamente a sfavore dei gestori ed a favore dei portafogli Montecarlo. Tuttavia, noi non possiamo sapere a priori come gli stessi gestori performerebbero in una serie infinita di competizioni: potrebbero in teoria anch'essi approssimarsi al *benchmark* o, addirittura, far peggio di esso.

Quello della sottoperformance dei fondi rispetto ai *benchmark* è, in effetti, il quadro delineato dal Servizio Studi di Mediobanca (www.mbres.it) nella sua indagine annuale sui fondi comuni italiani (**Tabella 4**).

Tabella 4

Differenziale % medio di rendimento dei fondi italiani rispetto ai loro benchmark		
	2000	2001
Totale fondi di cui:	-2,6 %	-2,1 %
Azionari	-4,0 %	-3,0 %
Az. Internazionali	-5,7 %	-3,5 %
Bilanciati	-2,7 %	-3,0 %
Obbligazionari	-1,6 %	-1,4 %
Di liquidità euro	-0,4 %	-0,6 %

Ipotizziamo, tuttavia, che, in una serie infinita di competizioni, la media dei gestori, selezionando 5 azioni europee, sia in grado di battere il *benchmark* Eurostoxx. Accettando quest'ipotesi, il fatto che, invece, nella realtà fotografata dal Servizio Studi di Mediobanca, ciò *non* si verifichi (specie per i fondi azionari internazionali) può essere ricondotto a due spiegazioni "tecniche" (non mutuamente esclusive): **(a)** che, pur avendo le Sgr una buona capacità di *stock picking* sui titoli "core" dei loro fondi, la diversificazione di portafoglio venga condotta in maniera talmente esasperata da più che compensare in maniera negativa gli effetti della selezione vincente dei primi 5 titoli e/o **(b)** che l'incidenza dei costi di gestione e di negoziazione sulla massa gestita sia troppo elevata per lasciare ai risparmiatori un valore aggiunto residuale (rispetto ad una strategia di pura indicizzazione passiva)⁷.

Il differenziale medio tra il rendimento dei gestori e quello dei portafogli Euro Runners ed Italian Runners si è, invece, ulteriormente e significativamente incrementato ed è diventato talmente ampio (14,58 - 14,95 % rispettivamente da 8,51 % e 6,74 % del primo semestre) da meritare una riflessione sulle sue cause. A sua volta, il delta

⁷ Esiste poi una spiegazione "politica" che ho esposto nei capitoli 1 e 2 del mio pamphlet on line *Perché liberalizzare la gestione del risparmio. Tesi per una nuova sovranità dei risparmiatori ed un nuovo ruolo degli analisti finanziari*, Borsaexpert, Febbraio 2003, liberamente scaricabile all'indirizzo web: www.borsaexpert.it/controcorrente/. Tale spiegazione si connette all'impossibilità da parte dei gestori di battere i *benchmark* rispettando al tempo stesso *tracking error volatility* definite molto strette (ufficialmente per controllare il rischio di portafoglio ma, in realtà, per evitare di scostarsi eccessivamente dai *benchmark* e rischiare di entrare in competizione troppo evidente con gli altri *player* del mercato).

medio tra i portafogli Euro Runners e l'indice Eurostoxx a fine competizione si è collocato al rimarchevole valore di 21,75 punti percentuali (dai 14,45 di metà gara) mentre il corrispondente delta medio tra i portafogli Italian Runners ed il Mib30 si è collocato a 10,01 punti percentuali (dai 5,4 di metà gara). Nella realtà della gestione di portafoglio risultati molto inferiori a questi verrebbero considerati eccellenti ed invidiabili. In altri termini, i portafogli Euro Runners ed Italian Runners si sono dimostrati più forti dei rispettivi *benchmark* (Eurostoxx e Mib30) sia nel primo semestre di competizione che ha registrato una caduta degli indici, sia nel secondo semestre che ha registrato un parziale recupero degli stessi: ciò significa, in prima battuta, che l'extrarendimento offerto da tali portafogli non può essere banalmente attribuito ai loro coefficienti Beta, bensì deve essere attribuito ai loro coefficienti Alfa⁸. Infatti, se l'extraperformance di questi portafogli, in presenza di indici (Eurostoxx e Mib30) cedenti, si fosse potuta attribuire a coefficienti Beta < 1, allora, durante la fase di recupero degli indici, tale extraperformance si sarebbe dovuta ridurre anziché accrescere, come, invece, si è effettivamente verificato. Un confronto analitico tra il *benchmark* Eurostoxx con i portafogli Euro Runners rivela che questi ultimi si sono rivalutati anche in presenza dell'Eurostoxx cedente e conferma l'irrilevanza dell'indicatore β su questa extraperformance.

Come conseguenza, al termine della competizione i portafogli Euro Runners ed Italian Runners hanno battuto, oltre che i rispettivi *benchmark*, anche *tutti* i gestori, riacciuffando, sia pur con uno scarto minimo, anche l'unico gestore che a metà gara era riuscito a fare meglio. 10 - 0 è un bel "cappotto"... In conclusione, può considerarsi ammissibile l'ipotesi di lavoro che la scelta di titoli sulla base della loro forza storica ("passata") di medio termine (purché corrispondente ad alti valori di coefficiente α anziché β) presenti buone probabilità di battere i *benchmark* ed i gestori (e certamente la loro media)⁹.

Si osservi come anche i portafogli Euro Runners ed Italian Runners, così come quelli Montecarlo, non venivano aggiornati ogni 5 settimane come quelli dei gestori in gara (i quali avevano la possibilità di aggiustare le loro strategie al mutare della situazione di mercato) e che, pertanto, nonostante la loro buona prestazione, tale prestazione non sia stata ottimizzata, giacché i portafogli non godevano della possibilità di riselectare ogni cinque settimane le azioni reputate via, via più forti. Se i portafogli Euro Runners ed Italian Runners fossero stati creati dopo un consapevole e deliberato processo di *backtesting* e di ottimizzazione delle ipotesi sopra illustrate, avrebbero rappresentato un limpido esempio di gestione sistematica e delle virtù (coerenza e

⁸ Entrambi questi coefficienti derivano dalla formula del *Capital Asset Pricing Model*. Il coefficiente Beta di un titolo o di un portafoglio di titoli è un coefficiente che segnala la reattività di quel titolo o di quel portafoglio alle variazioni dell'indice generale del mercato cui si riferisce; il coefficiente Alfa è un coefficiente che misura l'apprezzamento od il deprezzamento di un titolo o di un portafoglio indipendente dall'andamento generale del mercato.

⁹ Come ho già segnalato, questa ipotesi era già stata accreditata nel mio studio empirico pubblicato sulla *Rivista Aiaf* nr. 26 dell'aprile 1998 dal titolo "La rotazione tra settori come tecnica di allocazione dinamica per la gestione di portafoglio", ripubblicato in *Investire contemporaneamente*, FrancoAngeli, 2002, cap.8. In quello studio si evidenziava come, facendo ruotare in un portafoglio i settori via, via più forti dell'indice S&P500 attraverso l'utilizzo di semplici (!) formule di *momentum*, fosse possibile battere consistentemente l'indice stesso: infatti, in quella simulazione svolta su un periodo di circa 8 anni, l'indice S&P500 veniva battuto di circa 13 punti percentuali all'anno.

semplicità operativa) ad essa connesse: infatti, nella selezione dei titoli di un portafoglio a gestione sistematica non entra in gioco il giudizio discrezionale dei gestori sulla probabilità di un apprezzamento anomalo dei titoli (solo) *dopo* che siano stati acquistati. Vigono regole meccanicistiche concettualmente semplici, logiche *ex ante* e, tuttavia, fatte oggetto di opportune verifiche empiriche di natura statistica. La loro semplicità non esclude la loro razionalità.

4) Considerazioni finali

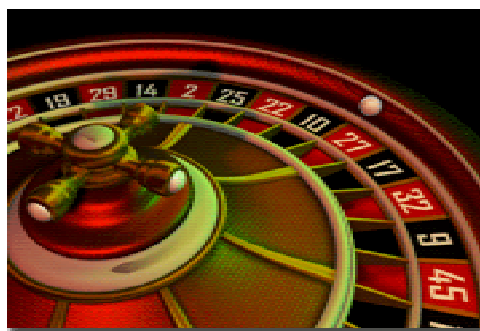
Sono due le principali riflessioni che emergono dalla lettura asettica di queste statistiche.

Innanzitutto dobbiamo essere grati a *Il Sole 24 ore*: questa competizione - certo al di là delle intenzioni dei suoi stessi ideatori - ha offerto una conferma di come un problema centrale (non solo in Italia, ovviamente) sia rappresentato dalla mancanza di valore aggiunto “sostanziale” mediamente offerto ai risparmiatori dall’industria del risparmio gestito considerata come *aggregato di operatori*. Questa valutazione – sebbene difficile da far accettare - non può considerarsi una novità poiché le statistiche elaborate dal Servizio Studi di Mediobanca sulle performance dei fondi comuni italiani, che annualmente tentano di richiamare l’attenzione su questo negletto problema, indicano chiaramente che il “sistema fondi” (l’aggregato degli operatori) performa strutturalmente peggio dei *benchmark*. Ma questo non è semplicemente un problema, è IL principale problema dell’industria del risparmio gestito anche se solitamente non viene affrontato come tale ma viene fatto oggetto di un accurato processo collettivo di rimozione psicoanalitico-professionale. Nel caso esaminato la carenza di valore aggiunto significativo è stata particolarmente evidenziata dal confronto con portafogli totalmente “idioti” come quelli Montecarlo e con portafogli dotati di una razionalità statistica latente ma generica come quelli Euro Runners ed Italian Runners. Come ho già osservato, questi risultati non debbono rappresentare una sorpresa. Oserei dire che è più sorprendente che, in presenza di tali ripetute evidenze, non vengano ripensate più radicalmente le filosofie gestionali e le strutture organizzative delle società di gestione. Tale compito di ripensamento investe prioritariamente le responsabilità strategiche degli amministratori delle Sgr e, solo successivamente, quelle operative dei gestori. La carenza di valore aggiunto (che vada al di là della semplice gestione amministrativa e contabile dei portafogli) nell’industria del risparmio gestito può passare economicamente inosservata in un contesto macroeconomico di crescita sostenuta che consente, grazie alla correlata crescita dei corsi azionari, di far “digerire” ai risparmiatori le inefficienze e le possibili rendite di posizione dei *player* del settore; tuttavia, tale mancanza di valore aggiunto diventa un evidente problema di “coperta redistributiva corta” in un contesto macro-economico assai più incerto quale quello che pare prospettarsi nei prossimi anni.

La seconda riflessione riguarda i vantaggi della gestione sistematica degli investimenti rispetto a quella discrezionale. Nonostante esista ormai un’ampia casistica di investitori sistematici che presentano ottima continuità di performance, sia per ragioni culturali, sia per ragioni di sostanza operativa, la gestione sistematica pare destinata a restare una filosofia di nicchia e di élite nel panorama del risparmio gestito continentale europeo e certamente in quello italiano. Alcune delle resistenze maggiori all’introduzione di tecniche sistematiche di gestione in strutture tradizionali di *portfolio management* sono culturali: come abbiamo visto nel caso della costruzione dei

portafogli Euro Runners ed Italian Runners, tali tecniche prescindono dal giudizio puramente *qualitativo* dei gestori e, come tali, minano alla radice i fondamenti stessi del “potere” nella gestione discrezionale, specie quando si rivelano, pur nella loro disarmante semplicità, più efficaci della gestione discrezionale stessa. Quando ho sottolineato che la selezione di titoli sulla base della loro forza storica presenta buone probabilità di battere i *benchmark*, ho implicitamente fatto ricorso ad un concetto statistico ed operativo che presenta una sua intima razionalità ma che, al tempo stesso, esclude dal processo decisionale ogni valutazione puramente qualitativa sui titoli (di cui è tipicamente intessuta la gestione discrezionale) se non nella preventiva fase di definizione dell’universo dei titoli stessi (ad esempio sulla base di criteri di liquidità, capitalizzazione, ecc.) entro cui tentare di selezionare successivamente quelli vincenti con metodologie sistematiche.

Ma quest’osservazione presenta un’elevata discontinuità culturale con la filosofia e la prassi operativa dominanti. Ovviamente qualcuno, specie se non è riuscito a “cacciarlo”, potrebbe essere sedotto dall’idea di (metaforicamente) “tagliare la testa al toro” ed obiettare - come effettivamente mi è stato obiettato - che “*i portafogli Euro Runners ed Italian Runners hanno avuto semplicemente fortuna, mentre i gestori sono stati scalognati*” ma con tali spicci giudizi la comprensione dei problemi e delle alternative gestionali possibili è destinata a non fare grandi progressi.



2003-2004: La ruota della fortuna colpisce ancora ¹⁰

Le tesi del libro di Nassim Nicholas Taleb, *Giocati dal caso*, (2003) hanno avuto solo una flebile eco in Italia.

Nassim Taleb è un trader statunitense d'origine libanese ed uno studioso universitario che ha esplorato con sottile ironia i temi della conseguenza della casualità sui risultati degli investimenti finanziari. Negli Stati Uniti *Fooled by Randomness* è stato un vero caso letterario probabilmente perché ha semplicemente “sistematizzato” concetti ed esperienze già note in precedenza. In Italia, invece, l'impatto di questo libro sul dibattito sulla gestione di portafoglio è stato quasi nullo.

Eppure anche in Italia abbiamo evidenze indicative di come i risultati della tradizionale gestione di portafoglio siano permeati dal caso. Una di queste evidenze deriva da un'iniziativa del quotidiano *Il Sole 24 ore*.

Il Sole 24 ore è ormai alla terza edizione della competizione “Caccia al toro” nella quale dieci gestori professionali si sfidano, selezionando portafogli di cinque azioni europee ed aggiornandoli ogni cinque settimane. I risultati conseguiti dai gestori sono poi confrontati con le performance d'altri portafogli di azioni, tra cui i portafogli detti “Montecarlo”, ovvero sia selezionati in maniera assolutamente casuale. La selezione dei portafogli Montecarlo è realizzata in maniera altrettanto casuale dell'estrazione dei numeri del Lotto. La descrizione delle regole della competizione e dei risultati della prima edizione è contenuta nel capitolo 4.5 del mio pamphlet *Perché liberalizzare la gestione del risparmio*, disponibile on line al link

www.borsaexpert.it/4dcgi/e_xper/001.pdf

Come si sono comportati mediamente i portafogli dei gestori a confronto con i portafogli casuali nelle prime due edizioni della competizione? I risultati sono contenuti nella **Tabella 1**:

Tabella 1

Risultati di “Caccia al Toro”			
	Media dei gestori	Media dei portafogli casuali	Differenza
Prima edizione	-13,9%	-16,6%	+2,7%
Seconda edizione	+23,3%	+19,9%	+3,4%

Le performance dei gestori sono calcolate al lordo di commissioni di gestione e di negoziazione. Ma, se si sottrae alla performance media dei gestori un Total Expense Ratio medio del 3% (che, come è noto, non è neppure inclusivo delle commissioni di negoziazione pagate dai fondi), le performance medie dei due gruppi si equivalgono. L'operatività di questi fondi “virtuali” in realtà fu molto dinamica poiché ogni cinque settimane i portafogli venivano soggetti a revisione.

Come a dire che, scegliendo a caso i titoli azionari, si ottiene lo stesso risultato, e – al netto dei costi – persino migliore, che affidandosi ad un gestore medio.

¹⁰ Soldi On Line, 6 Settembre 2004

A questo punto è lecita la domanda: è stato questo un risultato a sua volta casuale? Direi proprio di no giacché esperimenti analoghi condotti negli USA hanno offerto le medesime evidenze.

È chiaro, a questo punto, che, se un risparmiatore si affida ad un gestore a caso, il suo risultato può essere solamente doppiamente casuale. Affidarsi ad un gestore a caso, ad esempio, significa sottoscrivere un fondo solo perché è gestito dalla banca presso cui si tiene un conto corrente. La relazione tra la *qualità* del gestore ed il fatto di avere un conto corrente presso la banca di cui il gestore è dipendente è una relazione inesistente. Pertanto la selezione fatta con questo criterio è casuale e può dare origine solo a risultati casuali.

La selezione dei gestori deve realizzarsi con criteri di analisi e di selezione ben diversi. Altrimenti è equivalente ad armarsi di freccette per selezionare gli investimenti.



2003-2004: Altri insegnamenti eversivi di “Caccia al Toro”¹¹

Recentemente ho illustrato come l’iniziativa *Caccia al Toro* de *Il Sole 24 Ore* segnali l’equivalenza tra le performance medie dei gestori professionali e quelle medie di portafogli di azioni scelte casualmente.

Mi è stato obiettato che dovrebbe esistere ugualmente un vantaggio nell’investire in fondi gestiti piuttosto che in portafogli casuali giacché le performance dei portafogli casuali dovrebbero certamente evidenziare una varianza e, quindi, un rischio maggiore rispetto a quello dei portafogli gestiti dai professionisti.

Il dato empirico, tuttavia, *non* conferma questa conclusione come risulta dalla **Tabella 1**:

Tabella 1

Caccia al toro: varianza dei portafogli		
	Gestori	Montecarlo
Prima edizione	121,3	88,4
Seconda edizione	138,1	54,6

I portafogli dei gestori si sono dispersi rispetto alla media in misura nettamente superiore ai portafogli scelti dalle scimmiette.

Questo implica, a sostanziale parità di rendimento medio, che i migliori portafogli gestiti hanno fatto meglio dei migliori portafogli casuali ma anche che i peggiori portafogli gestiti hanno fatto peggio dei peggiori portafogli casuali secondo la rappresentazione della **Figura 1**: la dispersione delle performance dei gestori (i lanciatori di freccette) è superiore alla dispersione dei portafoglio casuali (le roulette).

Figura 1



Questa constatazione, a sua volta, giustifica lo sforzo per individuare i gestori migliori sul mercato ma segnala anche che, se la scelta dei gestori è fatta “casualmente”, allora si rivela addirittura più rischiosa degli stessi portafogli casuali. Una scelta

¹¹ Soldi On Line, 27 Settembre 2004

casuale è, ad esempio, quella di scegliere un fondo *solo perché* è gestito dalla stessa banca presso cui si ha un conto corrente. Piuttosto che scegliere un fondo con questo criterio, allora pare risultare meno rischioso lanciare le freccette.

Esiste, tuttavia, un secondo insegnamento che può trarsi da questa competizione. I portafogli dei gestori sono stati confrontati anche con portafogli italiani ed europei scelti con criteri di *momentum*, in breve con le azioni europee ed italiane che, nei 12 mesi precedenti alla competizione, avevano performato meglio in Italia ed in Europa. I risultati di questo confronto sono riportati nella **Tabella 2**:

Tabella 2

Confronto dei rendimenti con portafogli di momentum			
	Gestori	EuroRunners	Italian Runners
Prima edizione	-13,9%	0,7%	1,1%
Seconda edizione	23,3%	56,3%	4,7%

Come può notarsi, eccezion fatta per i portafogli Italian Runners della seconda edizione, i portafogli scelti col criterio del *momentum* hanno offerto performance nettamente migliori di quelle dei gestori. Si osservi che nei portafogli Italian Runners della seconda edizione rientrò la Parmalat. La svalutazione della Parmalat spiega oltre il 100% della sottoperformance dei portafogli Italian Runners rispetto ai gestori. Infatti, attribuendo una performance del 23,3% alle altre quattro azioni dei portafogli Italian Runners e valutando le azioni Parmalat al 30% del loro valore di partenza, i portafogli Italian Runners avrebbero reso il 4,7% circa; svalutando le Parmalat a zero, i portafogli avrebbero reso -1,4%. Si consideri che i portafogli erano costituiti da sole 5 azioni, cosicché una sola scelta errata è stata fatale. Nella realtà, tuttavia, la diversificazione è molto superiore, tale da assorbire incidenti di questo tipo.

I risultati, tuttavia, non rigettano l'ipotesi che le performance migliori si ottengano non comprando "basso" per rivendere "alto", bensì comprando "alto" per rivendere ancora "più alto". Ovviamente, con disciplina ...



2004-2005: Il *momentum* fa ancora centro ¹²

Si è conclusa la terza edizione (2004-2005) di “Caccia al Toro”, la competizione tra gestori professionali organizzata da *Il Sole 24 ore*. Pur con qualche novità rispetto alle edizioni precedenti, anche la terza edizione ha confermato a grandi linee il cuore delle analisi riferite alle due precedenti edizioni (**tabella 1**).

Tabella 1

	Caccia al Toro" - Terza edizione					
	Gestori	Euro Stoxx	Mib40	Euro Runners	Italian Runners	Metodo Montecarlo
Portafoglio medio	131,9	124,8	122,7	132,7	124,5	125,7
Incremento	31,9%	24,8%	22,7%	32,7%	24,5%	25,7%
Varianza camp.	116,37					162,88
Varianza univ.	104,73					146,59

Il confronto col *benchmark*

Infatti, se *non* consideriamo i costi di gestione e di negoziazione figurativi, ancora una volta i gestori sono stato in grado di battere mediamente i due indici di borsa, lo SP/Mib40 (9 gestori su 10) e l'Eurostoxx (8 gestori su 10). Solo il secondo dei due indici, tuttavia, per considerazioni già espresse negli articoli precedenti dedicati alla competizione, può considerarsi un *benchmark* appropriato.

Si conferma che, selezionando gruppi molto concentrati di titoli (solo 5) i gestori riescono a battere il *benchmark* del mercato europeo, sia pure al lordo di costi e commissioni, ma questo normalmente non si verifica nella realtà dei fondi comuni europei. Per l'incidenza dei costi nella gestione reale? Per l'effetto annacquante della diversificazione di portafoglio? Per un probabile mix di queste concause? Fatto sta che, mentre giocando, i gestori riescono mediamente a battere i benchmark, quando fanno sul serio nella gestione reale non ci riescono e questo fenomeno di per sé giustifica una riflessione.

Il confronto con la roulette

Per la terza volta i gestori hanno mediamente battuto i portafogli casuali Montecarlo ma, per la terza volta, la differenza la media dei rendimenti dei gestori e la media dei rendimenti è stata relativamente contenuta (6,2%), anche se nettamente superiore a quella registrata nelle edizioni precedenti, tale da lasciare un margine modesto una volta pagati i costi di gestione ed i superiori costi di negoziazione che dovrebbero imputarsi figurativamente ai gestori e non ai portafogli casuali.

Infatti, mentre i portafogli casuali sono rimasti stabili (ovverosia hanno registrato una rotazione nulla) per tutto l'anno in cui la competizione si è svolta, i gestori avevano la possibilità, che sfruttavano pienamente, di modificare i portafogli ogni 5 settimane. Secondo il data base Morninstar la commissione media di gestione dei fondi “Eu-

¹² SoldiOnLine, Agosto 2005

rope” e dell’1,5%, il che implica un Total Expense Ratio non inferiore al 2% e non ancora inclusivo dei costi di negoziazione.

Da notarsi che, questa volta, la media di rivalutazione dei portafogli casuali (25,7%) si è avvicinata molto a quella del benchmark Eurostoxx (24,8%), com’è ragionevole che sia, almeno nel lungo termine.

Ed in quest’osservazione si annida uno degli insegnamenti più “rivoluzionari” di questa competizione. Mentre l’osservazione della realtà ci segnala che i fondi comuni d’investimento in tutto il mondo mediamente non battono i rispettivi *benchmark*, una sere infinita di portafogli casuali invece li approssima per definizione.

Ergo, nel lungo termine, per la proprietà transitiva il caso tende a battere i gestori.

Il confronto con i portafogli di *momentum*

Un’altra interessante conferma, anche se meno netta che nelle edizioni precedenti, è offerta dal confronto con i portafogli di *momentum* Italian Runners ed Euro Runners. Premetto che *mai* suggerirei ad un investitore di utilizzare il criterio della selezione dei titoli con la performance migliore nei primi 12 mesi e di tenere le posizioni per i successivi 12 mesi perché anche le strategie di *momentum* devono essere più intelligenti e meno avventuristiche di questa, soprattutto nella lunghezza del periodo di detenzione dei titoli selezionati. Tuttavia, mentre questa strategia si è rivelata poco interessante sul mercato nazionale, ha confermato una sua intrinseca validità su quello europeo dove, per la terza volta su tre competizioni, ha battuto la media dei gestori (+32,7% % vs. + 31,9%) e 6 volte su 10. Al netto dei costi il distacco sarebbe stato ancora più marcato. L’anno scorso i portafogli Italian Runners erano stati condizionati dall’inclusione della Parmalat e l’assenza di opzioni di *stop loss* aveva fortemente sacrificato i portafogli italiani di *momentum*.

I portafogli europei Euro Runners, invece, hanno battuto benchmark, gestori e portafogli casuali.

La **tabella 2** offre una rappresentazione sintetica delle performance dei diversi tipi di portafoglio nelle tre competizioni.

Tabella 2

Confronto dei rendimenti con portafogli di momentum e casuali				
	Gestori	Euro Runners	Italian Runners	Monte Carlo
Prima edizione	-13,9%	0,7%	1,1%	-16,6%
Seconda edizione	23,3%	56,3%	4,7%	19,9%
Terza edizione	31,9%	32,7%	24,5%	25,7%
Media	13,8%	29,9%	10,1%	9,7%
Delta medio sui gestori		16,1%	-3,7%	-4,1%

Considerazioni conclusive

Di fronte a questi risultati si è sempre molto combattuti, e non senza ragione. È difficile riuscire ad ammettere che i risultati del processo decisionale umano possano pre-

sentare un'elevata caoticità, talvolta superiore quella dello stesso caso, come risulta dal fatto che in 2 competizioni su 3 la varianza dei portafogli casuali è stata inferiore alla varianza dei portafogli dei gestori (**tabella 3**).

Tabella 3

Caccia al toro: varianza dei portafogli		
	Gestori	Monte Carlo
Prima edizione	121,3	88,4
Seconda edizione	138,1	54,6
Terza edizione	116,37	162,88
Media	125,3	102,0

Eppure, da qui bisogna partire per una riflessione seria sulle tecniche di gestione di portafoglio. A loro modo, forse anche in maniera implicita, i fondi pensione di tutto il mondo la riflessione in proposito l'hanno fatta e li ha portati malinconicamente a scegliere la strada dell'indicizzazione stretta di portafoglio.

Inoltre, le strategie di rotazione basate sul *momentum* hanno dimostrato non solo una loro intima razionalità ma rivelano anche un'efficacia che va oltre le conclusioni apparentemente folcloristiche di una competizione come "Caccia al Toro". Per illustrarla, rimando allo studio di Massimiliano Tani e mio intitolato "*Dynamic Asset Allocation Using Systematic Sector Rotation*" reperibile al link:

<http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/>

Buona lettura e buone riflessioni.

Paolo Sasseti



Appendice

1988: The Wall Street Journal Dartboard contest ¹³

Nel 1988 il *Wall Street Journal* organizzò una competizione analoga a quella organizzata da *Il Sole 24 ore*. I risultati furono abbastanza controversi così come controverse furono le spiegazioni addotte. Tuttavia, attorno alla competizione ed ai suoi risultati si accese una discussione accademica vivace con tanto di analisi quantitative.

In 1988 the Wall Street Journal began a contest that was inspired by Burton Malkiel's book *A Random Walk Down Wall Street*. In the book, the Princeton Professor theorized that "a blindfolded monkey throwing darts at a newspaper's financial pages could select a portfolio that would do just as well as one carefully selected by experts."

The Journal set out to create an entertaining contest to test Malkiel's theory and give its readers some new investment ideas in the process. Wall Street Journal staff members typically play the role of the monkeys (the Journal listed liability insurance as one reason for not going all the way and actually using live monkeys).

The contest has become a popular feature for the Journal and has also drawn much interest and commentary from journalists, investors, and academics. Several academic papers have been written about the contest and its implications (summaries and links are included below).

The contest began on October 4, 1988 and since then more than 100 contests have been completed under the current rules. Initially the contest lasted one month, but recognizing that the publication of the contest was creating a publicity effect on the pro's stock picks, the Journal began measuring the results over a six month period beginning in 1990.

The rules have changed at various times during the contest, but the current rules are as follows. Each month four "professionals" are given the opportunity to select one stock (long or short) for the following six months. The stocks must meet the following criteria.

Market capitalization must be at least \$50 million. Daily trading volume must be at least \$100,000. Price must be at least \$2. Stocks must be listed on the NYSE, AMEX, or NASDAQ and any foreign stocks must have an ADR.

The pro's stock picks compete against four stocks usually chosen by Journal staffers flinging darts at the Wall Street Journal stock tables, which are pasted to a board. At the end of six months, the price appreciation for the pro's stocks and the dartboard stocks are compared (dividends are not included). The two best performing pros are invited back for the next contest and two new professionals are added. In the latest twist to the contest, the Journal has begun taking stock picks from Journal readers which will also be compared with the pro's and dart's picks (see 4/8/99 article \$\$).

On October 7, 1998 the Journal presented the results of the 100th dartboard

¹³ Per gentile concessione di InvestorHome.com

contest. So who won the most contests and by how much? The pros won 61 of the 100 contests versus the darts. That's better than the 50% that would be expected in an efficient market. On the other hand, the pros losing 39% of the time to a bunch of darts certainly could be viewed as somewhat of an embarrassment for the pros. Additionally, the performance of the pros versus the Dow Jones Industrial Average was less impressive. The pros barely edged the DJIA by a margin of 51 to 49 contests. In other words, simply investing passively in the Dow, an investor would have beaten the picks of the pros in roughly half the contests (that is, without even considering transactions costs or taxes for taxable investors).

The pro's picks look more impressive when the actual returns of their stocks are compared with the dartboard and DJIA returns. The pros average gain was 10.8% versus 4.5% for the darts and 6.8% for the DJIA.

Some commentators have therefore concluded that the contest offers some proof that the pros have beaten the forces of chance and the Journal described the pros as "comfortably ahead of the darts" in the dartboard column published on 3/10/99 (\$\$). However, that conclusion is not shared by many others that have analyzed the contest.

Malkiel and other academics have responded to those that consider the contest to be a victory for the pros with what amounts to a collective response of "not so fast my friend" (as they like to say on ESPN).

Researchers that have come to the defense of the darts argue that the contest has some unique circumstances that deserve elaboration. It can easily be argued that the contest itself and the rules of the contest tilt the odds in the pro's favor. In fact, the academics seem to argue that it's not the darts that are on the losing end. Rather, they argue that investors that buy the pro's recommend stocks are "naïve" and that those investors are acting on nothing more than "noise."

Before the contest even began, Professor Malkiel had suggested that the results would be affected by an announcement effect. In other words, the very act of publishing the pro's picks in the Journal could cause those stocks to rise as the hundreds of thousands of Journal readers (the Journal's current circulation is listed at over 1.7 million) open their morning paper and react to the recommendations of the pros. Professor Malkiel suggests to Investor Home that the pros advantage effectively disappears if you (1) account for the fact that the pros pick relatively riskier stocks and (2) measure returns from the day after the column appears (thereby eliminating the announcement effect).

There have actually been several very thorough studies that have analyzed the contest in great detail. In "The Dartboard Column: Second-Hand Information and Price Pressure," Brad Barber and Douglas Loeffler (Journal of Financial and Quantitative Analysis, June 1993) addressed the question of whether the pro's stock picks created temporary buying pressure by naïve investors (known as the "price pressure hypothesis") or reveal relevant information (otherwise known as the "information hypothesis"). The authors found evidence for both but also came to some interesting conclusions.

Two days following publication, the pro picks had average abnormal returns of 4%. However, those returns partially reversed within 25 days. Those returns were nearly twice the level of abnormal returns documented in previous research on analyst recommendations and the volume of pro's stocks nearly doubled after the contest publication (which at the time was greater than the volume increase of the Journal's Heard on the Street" column). They also found that the pros picked stocks with (1) lower

dividends, (2) higher historic and projected EPS growth, and (3) slightly higher PE ratios and betas.

Professor Bing Liang studied the contest over an even longer period and published a paper in the January 1999 issue of the *Journal of Business* titled "Price Pressure: Evidence from the 'Dartboard' Column." A previous study titled *The "Dartboard" Column: The Pros, the Darts, and the Market* can be downloaded in its entirety from the Social Science Research Network. Liang analyzed contests from January 1990 through November 1994.

Liang also documented a 2-day announcement effect, which reversed within 15 days. Liang found that the returns were intertwined with the pro's track record. That is, returning pro's picks had larger announcement effects. Yet over the full period, even the returning pro's picks did not outperform. His research supported the "price pressure hypothesis" or the theory that abnormal returns and volume were driven by noise trading from naïve investors. On average, investors following the experts' recommendations lost 3.8% on a risk-adjusted basis over a 6-month holding period. The announcement effect was greater for NASDAQ stocks than NYSE stocks. In addition to increased volume, spreads on the pro stocks declined.

Liang concluded that the pros neither outperformed the market nor the darts. According to Liang, the pros supposed superior performance could be explained by the small sample size, the announcement effect, and the missing dividend yields. One of the strongest criticisms of the contest is the fact that the *Journal* measures performance by price appreciation only, despite the fact that total return is measured by both price appreciation and dividends. For the period that Liang studied, the pro's stocks had an average dividend yield of 1.2% versus yields for the darts of 2.3% and 3.1% for the DJIA average.

Liang found that the pro's stocks were riskier (they had higher betas than the market and the dart's stocks) and had higher relative strength at the beginning of the contest. Liang also found abnormal volume in the pro's stocks before the contest announcement. This could be coincidental or could indicate that someone knew the pro's picks were coming and traded on them prior to the columns. Interestingly, the dartboard stocks tended to perform well after the contest ended. See also *Monkey business* from *Forbes* (6/14/99).

An additional study that will appear in a future edition of the *Journal of Finance* is also live on the web. In *Liquidity Provision and Noise Trading: Evidence from the "Investment Dartboard" Column*, Jason Greene and Scott Smart reached similar conclusions to those of Liang but focused on market maker activity and the bid-ask spread around the column publication. They concluded "that the column generates temporary price pressure by increasing noise (i.e., uninformed) trading from its readers." Most of the abnormal return disappeared in a few weeks. Initial returns and volume were higher for the stocks recommended by analysts with successful records, but the stocks with the greatest run-ups had the largest price reversals.

The *Wall Street Journal* has certainly created an intriguing and entertaining contest. Unfortunately, as the *Journal* openly admits, it is not a perfect test of the efficient market hypothesis. One problem is that the *Wall Street Journal* is so respected and popular, that the contest itself impacts the results. Perhaps a good comparison that demonstrates the problem with the contest is the system used for testing most medical and pharmaceutical products. Before a product is approved for public use it must complete a series of "double-blind" studies to determine its usefulness and potential

side effects. In a double-blind study, neither the test administrators nor the patients know who is getting the real product and who is getting a placebo. This prevents both the study personnel and the patients from being biased and allows for untainted results.

The Wall Street Journal's dartboard contest is unfortunately, a long way from being a double-blind study. The contestants know in advance that their picks are about to be published and the Journal has no authority to prevent the contestants from trading in their stocks (or the dartboard stocks). Additionally, the contestants get the benefit of including their rationale, which typically occupies several paragraphs in the column. For instance, in the column dated 3/10/99 each pro pick had two paragraph commentaries with blurb's like the stock "continues to perform head and shoulders above its competitors," "it deserves a premium multiple based on its performance and its cash flow," and "it's an attractive valuation based on the strength of their position in the market."

These positive comments are read by thousands of investors. Those investors might agree with the rationale and act accordingly, thereby driving the stock price in the process and resulting in the announcement effect documented in the studies. The dartboard stocks simply get listed with no rationale. Of course, expecting the darts to get equal treatment is a little like the Washington Generals expecting equal publicity in their games against the Harlem Globetrotters. The fans of course, are really there to see the Globetrotters and the Journal readers are really interested in hearing about the pro's picks, particularly the pros that seem to have a hot hand. The darts are in a sense, just a side-show to the pros.

For the pros, the contest is obviously serious business. A winning pick can be great PR and result in substantial goodwill for their investment practices. A poor showing can be a major embarrassment in front of millions of Journal readers.

So is there anything the Journal can do to structure the contest to accurately test Malkiel's theory without tainting the results in the process? Ideally, in double-blind spirit, the Journal would have to conduct the contest without publishing the picks or the results until the contest was already over. Additionally, the pros would have to be prevented from knowing if they are actually entered in the contest to be completely certain that they don't impact the stocks in some way.

At a minimum, to be fair to the darts (and the efficient market hypothesis), the Journal could start calculating the performance results with dividends included. Not including dividends in the contest is a little like sending two boxers into the ring without telling one of them that the judges don't give any points for body blows. The pros shoot for low dividend stocks just as a boxer would only throw head shots. But the brainless darts of course, don't know that they should be aiming for low dividend stocks. The fact that the pros have selected stocks with lower dividend yields implies that the pros have taken advantage of this unfair rule.

In a somewhat related issue, the Journal's use of the DJIA is somewhat biased for the pros. The DJIA is a high dividend index of seasoned companies and is dollar-weighted. Since the pros are allowed to pick from thousands of stocks, a much more appropriate benchmark would be an equal-weighted index that includes stocks on all the exchanges. The Wilshire 5000 would be a better benchmark (but still not ideal since it is value-weighted).

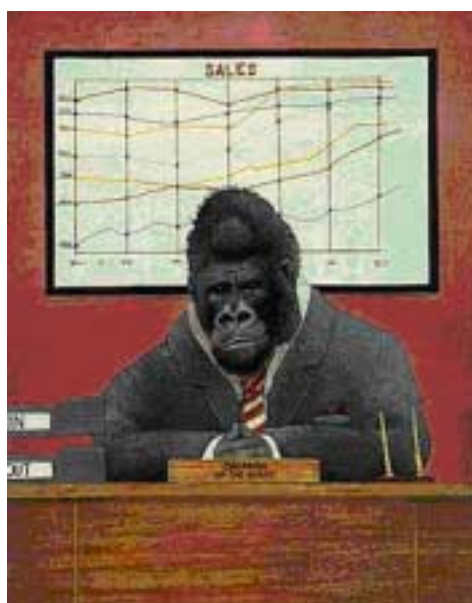
A dartboard scenario that is entertaining to imagine and might balance the odds would be to announce the eight stock picks, but not to disclose who made them until

the contest was over. Imagine the confusion that would be created if the Journal just listed the eight picks with eight blurbs (four from the pros and four blurbs either made-up or submitted by individuals). Another potentially humorous scenario that might test investor's reactions to the column would be to identify the individual darts. Perhaps the same dart is consistently picking the best performers. If dart #3 for instance, picks several winners in a row, perhaps investors would start buying dart #3 stock picks on publication day in addition to the stock picks of hot pros.

Some of these scenarios are obviously offered in jest, but with more than 100 contests now in the books and a new millennium quickly approaching, perhaps it's a good time for a change. Since the academics suggest that a primary conclusion of the current contest is that naïve investors follow the pro's picks, maybe changing the rules isn't such a bad idea. After all, we are talking about a contest that originated from what was initially considered by many people to be an absurd theory - that a primate could pick stocks as well as intelligent, well educated, and highly compensated investment professionals.

Sullo stesso tema si veda anche l'articolo "Monkey Business" al link:

http://www.ifa.com/archives/articles/woolley_scott_19990614_monkey_business.asp



Biografia dell'autore



Paolo Sasseti è un socio dell'AIAF (l'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari) dal 1989 e già membro del Comitato Scientifico della Rivista trimestrale dell'Associazione. Dopo esperienze al Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica, in grandi gruppi industriali come Fiat, Ibm, Sgs, è diventato capo ufficio studi e capo gestore di Pasfin (ora BNP Paribas Italia), successivamente è entrato nel team della Sopaf, una società leader nel capitale di rischio, dove ha creato un portafoglio di successo composto da investimenti internazionali di *private equity* e di fondi *hedge and futures*. Ha pubblicato due libri su temi finanziari per l'editore FrancoAngeli. Oggi è consulente d'investimento per patrimoni familiari e consulente aziendale per piccole aziende innovative. Sviluppa modelli quantitativi di asset allocation dinamica. Tiene in aula il primo corso italiano di "autodifesa finanziaria".

Paolo Sasseti è raggiungibile alle mail:

paolo_sasseti@yahoo.it
Costanza_Consulting@Brianzaest.it

Alcuni suoi scritti principali sulla gestione di portafoglio, le normative finanziarie e la formazione sono reperibili al link:

<http://xoomer.virgilio.it/cybercat56/Home.html>