

L'ULTIMA LEZIONE

L'importanza della diversificazione del portafoglio e l'indipendenza di pensiero sono il lascito più importante di David F. Swensen, leggendario gestore della Fondazione Yale scomparso lo scorso 5 maggio

La leggenda di Warren Buffett cominciò con un errore.

Il 10 maggio 1965 il futuro Oracolo di Omaha rilevò una decotta azienda tessile del New England, la Berkshire Hathaway. In seguito Buffett ammise che si trattò di un errore, "sapevo che il tessile fosse in crisi ma mi decisi all'acquisto perché il prezzo era molto conveniente". In effetti la filosofia di investimento appresa dal suo maestro Benjamin Graham, padre dello stile "value", prescrive la preferenza per società dal prezzo inferiore al proprio valore intrinseco. Il prezzo della Berkshire era molto conveniente in rapporto al valore degli asset, peccato fosse del tutto scollegato dalle prospettive di redditività.

A dispetto di quel primo errore, Warren Buffett si è affermato come abilissimo investitore, ha trasformato la Berkshire Hathaway in una holding finanziaria ed è diventato "l'Oracolo di Omaha", la città del Nebraska dove nacque nel 1930.



Immagine storica della Berkshire Hathaway. Photo credit: Richard Forth.

La sua filosofia di investimento è limpida e quasi disarmante nella sua semplicità: studia bene i numeri della società nella quale intendi investire, valuta il settore, la qualità del management e le prospettive degli utili. Poi accertati che il prezzo sia a sconto.

La diversificazione non serve, sostiene Buffett anzi, rincara, "è l'alibi degli ignoranti". Frase perentoria che fa prendere fuoco a migliaia di libri e articoli dedicati alla gestione dei portafogli. Così presentato, il successo finanziario sembra a portata di mano, basterebbe studiare bene alcune società e concentrare gli investimenti su quelle che superano l'esame. Ma le regole di Buffett vanno completate con il portafoglio di Buffett, che investe con importi rilevanti, in partecipazioni rilevanti, mette uomini di fiducia nei Board o nel management (vedi anche L'Alpha e il Beta del 21.5.2018).

Non è un approccio alla portata di tutte le tasche. Per tutte le tasche è invece preferibile lo stile di David Swensen, per oltre trentacinque anni gestore della Fondazione Yale. Per Swensen un portafoglio diversificato non è l'alibi dell'ignorante ma il risultato di un serio lavoro di approfondimento in cui vengono impiegati strumenti statistici, l'ultima parola è lasciata alle valutazioni qualitative del gestore.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

David Swensen se ne è andato la settimana scorsa, aveva 67 anni, non era celebre come Peter Lynch, né ricco come Buffett eppure è stato una figura leggendaria nella comunità del portfolio management, il suo "modello Yale" è entrato nella letteratura specialistica. Come Buffett è stato un gestore value e come lui ha messo a segno un robustissimo track record. Però, a differenza di Buffett, è stato un convinto sostenitore dei benefici della diversificazione



David F. Swensen, ritratto di Alastair C Adams PPRP. Fonte: Yale Investments Office.

Buffett aveva trentacinque anni quando rilevò la Berkshire Hathaway, Swensen trentuno quando nel 1985 gli venne affidata la gestione del patrimonio dell'università Yale. Valeva poco più di un miliardo di dollari, oggi supera i trentuno e contribuisce per oltre un terzo al bilancio dell'università. Nei trentacinque anni trascorsi alla guida della fondazione, Swensen ha messo a segno un rendimento medio annuo del 13,1%, di oltre quattro punti percentuali sopra la performance media annua di un portafoglio bilanciato tradizionale "60:40".

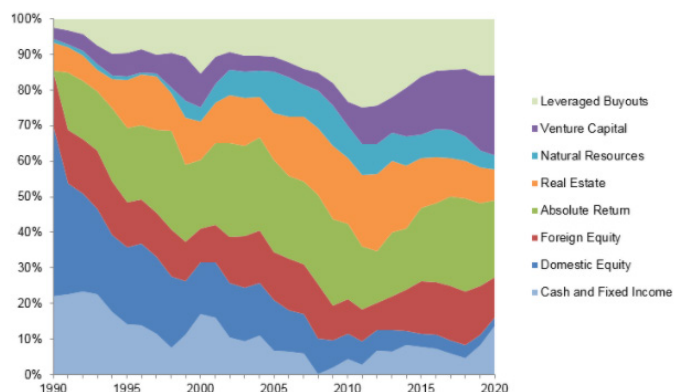
La grande lezione di Swensen, il suo lascito intellettuale, si articola in due grandi principi.

Il primo è il valore della diversificazione. Swensen non ha inventato nulla, è stato una sorta di Steve Jobs del portfolio management, geniale nel tradurre le formalizzazioni della teoria nella ruvida concretezza di un vero portafoglio: "non c'è nulla di più inutile di una teoria da 'torre d'avorio' ma niente è così pratico come una teoria che funziona".

Alla base del "Modello Yale", imitato da altre fondazioni universitarie e investitori istituzionali, ci sono i lavori di James Tobin, tutor del dottorato di Swensen e suo buon amico, e di Harry Markowitz. L'idea centrale è che classi di attivo tra loro diverse reagiscano diversamente alle notizie economiche e offrano ritorni differenti. La composizione e i pesi relativi delle classi di attivo, l'asset allocation, consente di ottimizzare il profilo di rischio di un portafoglio.

Swensen ne era talmente convinto che riuscì ad evitare l'home bias, la naturale inclinazione a concentrare l'attenzione (e le scelte) su ciò che si conosce meglio. L'amico Paolo Legrenzi ricorda che l'home bias di un investitore americano è tutto sommato meno pericoloso, Wall Street è pur sempre uno dei mercati più liquidi ed efficienti del mondo.

Il portafoglio preso in carico da Swensen nel 1985 era composto da azioni per il 60% e obbligazioni per il restante 40% di obbligazioni, quasi tutte americane. Non si lasciò irretire dalle sirene dell'esuberanza di Wall Street nella lunga ed eccitante cavalcata degli anni Ottanta e ribaltò completamente la struttura del portafoglio.

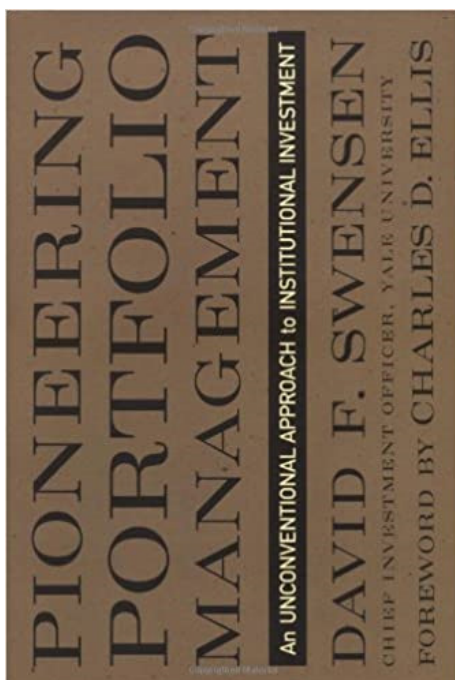


Evoluzione dell'asset allocation del patrimonio della Fondazione Yale. Fonte: Yale Investments Office.

L'esposizione al mercato domestico passò da oltre tre quarti a meno di un decimo, la diversificazione geografica venne estesa ai mercati emergenti e, soprattutto, venne aumentata la componente delle asset class alternative, la loro minore liquidità è più che ripagata dalle maggiori attese di rendimento nel lungo termine. "Per loro stessa natura gli asset alternativi tendono a essere prezzati in maniera meno efficiente" scrive Swensen "in questo modo offrono al gestore attivo l'opportunità di approfittare delle inefficienze del mercato". Il lungo orizzonte temporale della fondazione Yale è "particolarmente adatto per approfittare di mercati illiquidi e inefficienti come il venture capital, i leveraged buyouts, le materie prime e il real estate".

Nei modelli di Markowitz la diversificazione consente di ottenere un dato rendimento con un rischio più contenuto e, parimenti, stabilito un certo obiettivo di rischio, la diversificazione consente traguardi di rendimento maggiori.

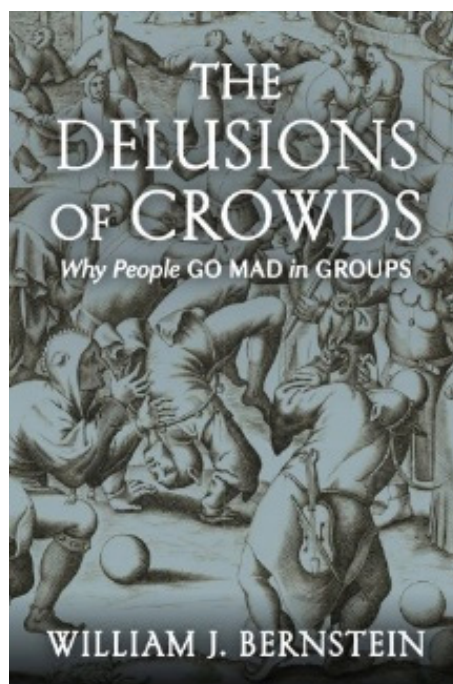
“Come avere un pasto gratis” diceva Swensen, facendola sembrare semplice. Nella realtà le cose sono sempre più complicate di come i grandi gestori le presentano e anche Swensen ha passato la sua buona dose di notti insonni. Nei momenti di crisi le attività meno liquide sono quelle che pagano il pegno più caro e il crash del 2008 colpì il portafoglio di Yale in modo particolarmente duro. A dicembre era sotto di quasi sei miliardi di dollari, non mancarono critiche anche aspre da parte del board. Swensen tenne duro, convinto che il tempo, grande guaritore, prima o poi avrebbe riportato un po' di stabilità a mercato e prezzi.



David F. Swensen, “Pioneering Portfolio Management” (2000) è diventato un classico per tutti coloro che seguono patrimoni istituzionali. A differenza di un gestore di fondi di investimento, i gestori di patrimoni istituzionali devono tenere conto anche degli impegni di spesa dell'ente e allineare a questi, per quanto possibile, i rendimenti attesi

Il secondo grande principio che ha orientato le azioni di Swensen è stata l'indipendenza di pensiero. Non sempre c'è saggezza nelle folle, come argomenta il bel libro di Surowiecki. E non è neppure necessario ricordare i Redditer, i Robinhooder o la potenza dei social network per trovare esempi di “delusioni delle folle”, vecchie quanto i mercati finanziari.

“La saggezza del mondo insegna che per la reputazione è preferibile fallire in modo convenzionale anziché riuscire in modo anti-convenzionale”. Comincia con questa citazione di Keynes “Unconventional Success”, il libro che Swensen dedicò agli investitori individuali dopo il successo di “Pioneering Portfolio Management”, diventato un classico per la gestione di patrimoni istituzionali. Quando impazzano la follia, l'ingordigia e l'irrazionale paura del “restare fuori dalla festa”, l'indipendenza di pensiero fa la differenza, ad esempio avrebbe evitato a Sir Isaac Newton la perdita di un sacco di soldi (vedi L'Alpha e il Beta del 27.7.2020).



William J. Bernstein, “Delusions of Crowds”, 2021, un affascinante racconto dell'irrazionalità nella storia dell'uomo, dal fondamentalismo religioso alle bolle finanziarie

Il padre del modello Yale diede prova di indipendenza di pensiero appena due anni dopo l'incarico, in occasione del crollo di Wall Street nel 1987. La caduta dei prezzi forniva una ghiotta opportunità di acquisto, il giovane gestore chiese pertanto al board della fondazione l'autorizzazione a vendere obbligazioni per finanziare il massiccio incremento dell'esposizione azionaria. Il board era indeciso, le ragioni presentate dal giovane gestore si scontravano con l'impazzimento del mercato che continuava a scendere. Alla fine, il comitato diede l'assenso con molti dubbi, uno dei suoi componenti commentò “se ci stiamo sbagliando la pagheremo cara”. Sappiamo come andò a finire, la scommessa fu vinta e il rischio corso venne ampiamente ripagato. Ha sempre smesso di piovere, diceva Mark Twain.

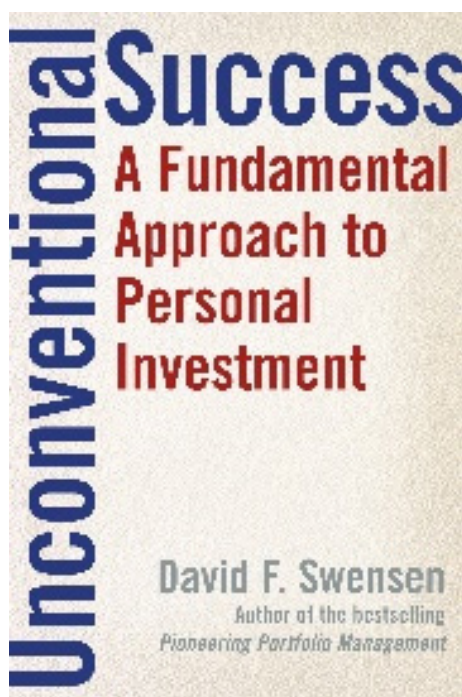
I risultati di una gestione, argomenta Swensen, dipendono solo in parte dalle scelte di investimento, il più delle volte la differenza la fanno i comportamenti.

Gli investitori hanno a disposizione tre strumenti per ottenere rendimento: asset allocation, market timing e selezione attiva dei titoli. In un celebre articolo del 1991, Gary Brinson, Brian Singer e Gil Beebower sostengono che oltre il 90% della variabilità della performance di un portafoglio derivi dall'asset allocation, selezione attiva e market timing sono poco rilevanti (vedi anche L'Alpha e il Beta del 18.5.2020).

“L'analisi di Brinson Singer e Beebower” scrive Swensen “descrive più il comportamento di un investitore che una teoria finanziaria”: le performance di uno stile di investimento che si ispira a Warren Buffett dipenderanno fortemente dalla selezione attiva dei titoli, i risultati di un trader dipenderanno altrettanto fortemente dal market timing. Alla fin fine si tratta di scelte, conclude Swensen che dichiara la sua preferenza: “considerato quanto sia difficile indovinare il corretto market timing e individuare quelle società che avranno performance superiori ad altre, confidare in una asset allocation diversificata è il fondamento più ragionevole dell'attività di gestione ... è il comportamento del singolo investitore a fare dell'asset allocation la componente più rilevante dei ritorni del portafoglio”.

In un contesto di rendimenti obbligazionari modesti, l'investitore potrebbe essere indotto a cercare rendimento aumentando il rischio, rischiando così di compromettere la diversificazione. La gestione e la selezione attive dei portafogli flessibili e multi-asset evitano questo pericolo, costituiscono uno strumento prezioso per la costruzione di rendimento nel tempo e di resistenza alla volatilità. La loro governance consente allocazioni dinamiche, sufficienti margini di flessibilità per adeguare il portafoglio ai cambiamenti di scenario, il controllo del rischio, effettuato anche ex-ante, consente di misurare il rendimento in base al dato budget di rischio.

In definitiva, efficienti strategie multi-asset sono il lascito di David Swensen: ampia diversificazione anche nelle classi di attivo meno liquide, controllo del rischio e, ultimo ma non ultimo, l'elogio della pazienza, l'attività di gestione non è una gara con gli indici ma una lenta costruzione di futura serenità finanziaria, di una fondazione universitaria come di una famiglia.



David F. Swensen, “Unconventional Success: a Fundamental Approach to Personal Investments” (2005), testo dedicato agli investimenti personali

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.