

# L'ALPHA E IL BETA

26 marzo 2018

## Oltre l'alpha e il beta

**Continua la riflessione sull'eccesso di liquidità nel risparmio degli italiani e l'importanza della consulenza. Oltre l'alpha e il beta c'è un terzo coefficiente, gamma, che misura il valore apportato dal consulente**

“L'Alpha e il Beta” prova ad andare oltre “l'alpha” e il “beta” e non è un gioco di parole.

Le lettere greche “alpha” e “beta” indicano coefficienti finanziari che da tempo sono entrati nel lessico quotidiano di chi si occupa di portafogli di investimento. Il coefficiente beta si riferisce al rischio sistemico, il rischio associato alla generalità di un dato mercato e che riguarda, nel bene e nel male, tutti i titoli di quel mercato.

Il coefficiente “alpha” esprime invece l'extra-rendimento, quel “plus” di performance svincolato dall'andamento del mercato, è l'abilità (o la fortuna) della gestione attiva.

Sono due coefficienti popolari tra gestori e consulenti perché consentono di spiegare con semplicità i risultati di qualsiasi portafoglio di investimento: l'alpha racconta l'extra rendimento, e giustifica le commissioni di gestione, il beta spiega i rischi dell'esposizione a quel dato mercato.

L'Alpha e il Beta che tenta di andare oltre l'alpha e il beta non intende superare i due fortunati coefficienti per chissà quali novità statistiche. Andare oltre il valore del mercato e della gestione attiva vuol dire indagare quelle aree che esprimono il valore esclusivo della consulenza professionale.

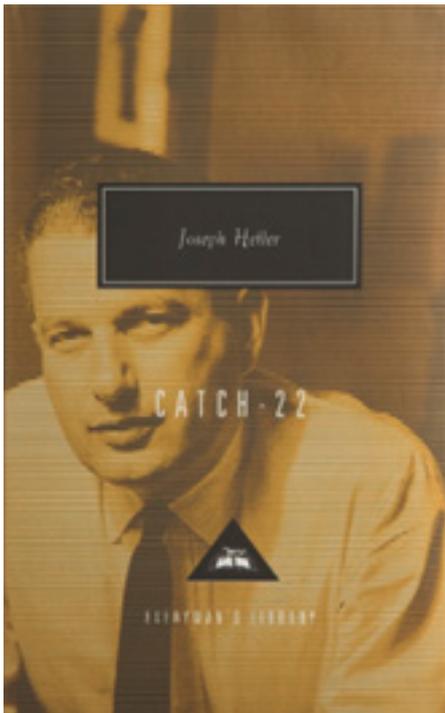
L'Alpha e il Beta del 27 novembre 2017 commentava i portafogli di investimento nell'Inghilterra del secolo XIX e il ruolo che avevano allora i consulenti finanziari. Anche i sudditi della regina Vittoria erano avversi al rischio, né più né meno come i risparmiatori di oggi e di sempre. E anche allora i consulenti raccomandavano la distribuzione dei rischi tra titoli diversi.

Il valore della consulenza è dunque riconosciuto da tempo. Ma quanto “vale”, esattamente, la consulenza finanziaria?

Dalla crisi in avanti il risparmio italiano ha accantonato in strumenti a vista o a breve termine oltre 1.300 miliardi di euro, la settimana scorsa scrivevamo che “la cassaforte è preferita all'impiego produttivo del denaro, la liquidità è diventata arma di difesa contro l'incertezza”.

L'eccesso di liquidità denuncia la paura del futuro ma, scrivevamo la settimana scorsa, è un chiaro rivelatore del deficit di educazione finanziaria, anche nelle fasce alte della distribuzione della ricchezza.

La mancanza di educazione finanziaria interpella la consulenza professionale nel paradosso del “comma 22” del romanzo di Joseph Heller: “chi è pazzo può chiedere l'esenzione dalle missioni di guerra, ma chi chiede l'esenzione dalle missioni di guerra non è pazzo”.



Il paradosso del risparmiatore è una specie di “comma 22”: un risparmiatore inesperto dovrebbe avvalersi della consulenza professionale, ma chi si avvale della consulenza professionale non è inesperto.

Il professor Legrenzi, che ha trattato questo stesso argomento nell'appuntamento settimanale “I soldi in testa”, rende il medesimo concetto con efficace sintesi, “come fai a chiedere aiuto se non sai di aver bisogno d'aiuto?”.

L'aspetto cruciale è il riconoscimento del valore della consulenza. Che non sta nell'indicazione del titolo o dello strumento “giusto”, di quello che “farà meglio”.

Poniamo il caso di un consulente che abbia dato alpha negativo per la sfortunata selezione di uno o più strumenti di investimento, e che però abbia correttamente impostato la pianificazione finanziaria del cliente nel lungo periodo. E poniamo il caso di un altro consulente che abbia invece dato alpha positivo, ma trascurando del tutto gli obiettivi di lungo termine.

Se l'attività del consulente si limitasse a generare performance, non ci sono dubbi su chi sia il più bravo tra i due, i coefficienti alpha e beta basterebbero a spiegare il lavoro di entrambi.

Ma nella consulenza professionale entrano elementi diversi dai risultati di breve termine, l'ottimizzazione fiscale, obiettivi di lungo periodo come gli studi superiori dei figli o il tenore di vita una volta in pensione, il passaggio del patrimonio alle generazioni future. I coefficienti alpha e beta non esprimono il valore di questa attività che supera, evidentemente, i risultati di performance.

Nel 2013 due ricercatori di Morningstar, David Blanchett e Paul Kaplan hanno cercato di isolare il valore peculiare, idiosincratico, della consulenza.

Sulla scorta di studi precedenti (Bennyhoff e Kinniry 2011, Scott 2012) sono andati oltre l'alpha e il beta identificando il coefficiente “gamma”, che comprende le scelte allocative, la pianificazione, la gestione dei rischi, tutti elementi che concorrono al raggiungimento degli obiettivi di lungo termine di un individuo o di una famiglia.

Il fondamento di qualsiasi asset allocation strategica è sempre la tolleranza al rischio dell'investitore, quanto, e quanto a lungo, egli sia disposto a “soffrire” in caso di rovesci di mercato.

In realtà, suggeriscono Blanchett e Kaplan, alla “risk tolerance” si dovrebbe affiancare la “risk capacity”, ovvero “la valutazione del patrimonio complessivo, dato dalla combinazione di capitale umano, cioè la capacità di generare reddito e risparmi nel futuro, e il capitale finanziario propriamente detto”. L'abilità del consulente, l'elemento che definisce il fattore gamma, consiste nel mettere a punto una composizione di portafoglio che tenga conto della tolleranza al rischio dell'investitore come anche della capacità del patrimonio stesso di assorbire nel tempo le fluttuazioni del mercato.

Un altro ambito in cui si può riconoscere il coefficiente gamma è quello degli accantonamenti previdenziali. Uno dei timori più comuni tra i pensionati è quello di esaurire il proprio capitale, la paura di dover vivere nell'indigenza. Un regolare flusso cedolare generato dal portafoglio darebbe un plus di efficienza, la capacità di costruire un'asset allocation coerente con questo scopo è il valore del consulente, è “fattore gamma”.

In sintesi, il fattore gamma si può riconoscere nella prospettiva olistica con cui il consulente mette insieme gli obiettivi di lungo termine, i prevedibili bisogni (e timori) di quando si lascerà il lavoro, la consulenza alle componenti non finanziarie della ricchezza, l'ottimizzazione fiscale, il passaggio generazionale del patrimonio ...

La sequenza è quella proposta dal professor Legrenzi:

1. identificare il valore aggiunto (coefficiente gamma) della consulenza,
2. comprendere le ragioni per cui il cliente non ne percepisce il valore (il “comma 22” del risparmiatore)
3. aiutare il cliente a riconoscere quel valore (l'obiettivo della nostra GAM Academy è aiutare proprio in questa fase).

Proseguendo il lavoro di Blanchett e Kaplan, economisti e ricercatori di Vanguard hanno indirizzato la loro ricerca non tanto ai fattori olistici della consulenza quanto alla quantificazione del valore del coefficiente “gamma” in termini di sovra rendimento del portafoglio (Kinniry, Jaconetti, DiJoseph, Zilbering, 2014)

“Il consulente non solo contribuisce alla tua tranquillità” scrivono “ma nel tempo può aggiungere valore per circa il 3% di extra rendimento”.



Fonte: The added value of financial advisors, Vanguard 2015

Attenzione, quel 3% è un valore da prendere con massima cautela. Lo ammettono gli stessi ricercatori “questo studio non è scienza esatta e ‘circa il 3%’ rimanda alla eventualità che i consulenti aggiungano quel valore al rendimento nel tempo del portafoglio”. E’ un valore approssimativo e “come tutte le approssimazioni, il valore effettivo può cambiare significativamente”.

Il pregio dello studio di Vanguard è comunque quello di aver cercato basi numeriche alla definizione del fattore “gamma”, il valore che la consulenza professionale aggiunge al portafoglio nel lungo periodo. Tra le molte caratteristiche distintive della consulenza professionale, almeno quattro entrano nel coefficiente gamma:

1. la determinazione delle basi di fiducia e del perimetro del rapporto con l’investitore;
2. l’acquisizione delle informazioni necessarie per la corretta pianificazione di lungo termine;
3. messa a punto di un piano finanziario di lungo termine;
4. monitoraggio costante del piano e regolari suoi adeguamenti.

Assolti questi quattro passaggi, stabilito il patto di fiducia di lungo periodo, si può ragionevolmente evitare l’equivoco che il successo della consulenza si misuri nella (sola) performance.

E’ un equivoco rischioso e ancora diffuso, il fattore gamma aiuta a superarlo perché a sua volta supera i coefficienti alpha e beta, pertinenti alla sola performance.



**Carlo Benetti** è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

[www.gam.com](http://www.gam.com) seguitemi anche su:



## Disposizioni importanti di carattere legale

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.