



IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

BATTERE IL MERCATO? QUESTIONE DI SWING

PERCHÈ COME MONEYEXPERT.IT E BORSAEXPERT.IT CREDIAMO NELL'ANALISI QUANTITATIVA E NEI TRADING SYSTEM, DALL'AZIONARIO ALL'OBBLIGAZIONARIO. ALCUNI CASI CONCRETI E IDEE PER UNA MIGLIORE GESTIONE DEL PROPRIO PATRIMONIO CON ALCUNI NUOVI SERVIZI E PORTAFOGLI CHE ABBIAMO TESTATO.

UNO STUDIO SUL PERIODO 1999-2009 SUI MERCATI E LE STRATEGIE DEL NOSTRO UFFICIO STUDI A CONFRONTO

Swing in inglese significa movimento oscillatorio, altalena, fluttuazione... Ma è conosciuto da molti come termine musicale per indicare un particolare modo tipico della musica jazz, di eseguire le note. I “dondolii” del jazz possono regalare agli appassionati vette di piacere incredibili ma le fluttuazioni di borsa non sempre possono regalare solo piaceri. Visti col senno di poi i grafici storici di molti mercati possono dare la sensazione che sia facile guadagnare. Basta investire sui mercati, magari attuando un minimo di diversificazione, e col tempo il proprio “chicco” diventerà una “spiga”. Il “poco” diventerà “molto”. Questo è almeno il messaggio semplicistico che viene trasmesso da molti addetti ai lavori: promotori finanziari, private banker, gestori, giornalisti. Una “ricetta” semplice basata sull'andamento storico dei mercati, soprattutto azionari, che nell'ultimo secolo hanno ottenuto rendimenti reali (ovvero esclusa l'inflazione) di tutto rispetto: il +7,2% all'anno. Questo è il passato ma che il futuro offra una simile rivalutazione annua è tutto da dimostrare, come ben sanno i risparmiatori di tutto il mondo che nell'ultimo decennio hanno assistito a una discesa dei mercati che in Italia è stata di oltre il 40%. **I mercati non salgono sempre ma scendono talvolta. E le fasi avverse possono essere anche lunghe e persistenti, rendendo sempre più lungo... il già lungo periodo.** Se siete dei banchieri, gestori o promotori e il vostro obiettivo è quello di tenervi incollato il cliente perché più resta investito più otterrete un maggior ritorno commissionale, sicuramente continuerete a recitare il “mantra” che la fase di discesa dei mercati è solo temporanea, una serie di episodi imprevedibili (colpa degli eccessi della new economy, poi dell'attentato alle

Torri Gemelle, poi dei mutui subprime e poi di qualsiasi cosa accada) che col “tempo” si rimargineranno come le ferite. Ma se siete un investitore che ha a cuore il proprio tornaconto qualche domanda sull'investimento passivo o “buy & hold” (compra e tieni), come dicono gli anglosassoni, dovrete farvela. Basta verificare l'andamento dei mercati degli ultimi 10 anni ma anche se avete investito nei fondi d'investimento negli ultimi 25 anni (un periodo di tempo non proprio “brevissimo”) per rendervi conto che nella stragrande maggioranza dei casi una gestione passiva non solo non ha creato valore ma l'ha distrutto, esponendo l'investitore a tantissimo stress inutile visto i risultati realizzati. I grafici dell'andamento dei mercati nell'ultimo decennio pubblicati nelle pagine seguenti dicono più di ogni altro commento.

Per questi motivi **BorsaExpert.it (e poi MoneyExpert.it per quanto riguarda la consulenza finanziaria personalizzata) hanno adottato un approccio agli investimenti completamente attivo e flessibile**, affiancando ai portafogli più discrezionali (e basati sull'analisi fondamentale) anche un approccio di tipo quantitativo tramite la costruzione di portafogli fondati su trading system proprietari. **Perché? Dovrebbe essere intuitivo che abbinare più stili d'investimento dovrebbe essere più efficace di concentrare le proprie strategie su un solo “motore”.** Che può sempre “ingripparsi” in un determinato periodo di tempo, come insegna la storia, salvo non avere la pretesa di aver costruito il “sistema perfetto” o di essere dei guru che sanno sempre cosa succederà sui mercati. Qualcosa che non è decisamente nel nostro Dna e nel nostro ego per quanto sono (e saranno) sempre numerosi i risparmiatori che vorranno credere nel “gestore” della provvidenza. Colui che, sicuro del fatto suo, sa sempre se la Borsa salirà o scenderà, quali sono i titoli migliori e peggiori, cosa accadrà alle economie nei prossimi 2 e 5 anni e pazienza se il risultato di tutta questa sua capacità “previsiva” è scadente. >>





LE BASI DEL NOSTRO APPROCCIO ALL'INVESTIMENTO

Investire in modo intelligente significa invece diversificare i rischi e non rincorrere i mercati o le mode senza conoscere bene cosa si compra. Soprattutto se non si ha una strategia di uscita nel caso i mercati, o il titolo, non vadano nella direzione sperata. Investire con lungimiranza significa avere una strategia ed una tattica per difendere il proprio patrimonio e/o costruire la propria ricchezza finanziaria. La strategia serve per sapere quali asset inserire nel portafoglio (obbligazioni, azioni, fondi, etf); la tattica per decidere come movimentare il portafoglio in modo flessibile.

Investire in modo flessibile (e il supporto dell'analisi quantitativa è fondamentale in questo) significa, infatti, ritenere che i mercati finanziari non si muovono in funzione degli strumenti finanziari in nostro possesso: meglio decidere in modo dinamico dove e quando conviene investire. Con una costante attenzione al rapporto rischio/rendimento. Per questo motivo il tipo di consulenza fornita dai

nostri professionisti è diverso rispetto a quello che viene offerto comunemente sul mercato e si basa su un approccio differente quanto banale: non sono i mercati che si devono adeguare ai nostri desideri ma piuttosto siamo noi come investitori a doverci adeguare ai mercati.

L'obiettivo della metodologia condivisa dal nostro team è chiaro:

- ✓ investire sui titoli o sugli strumenti finanziari più interessanti nell'attuale momento di mercato (e non quelli più interessanti degli ultimi 2, 10 o 100 anni);
- ✓ investire quando le condizioni lo suggeriscono e non in qualsiasi condizione di mercato;
- ✓ in certe situazioni di mercato (come insegna il triennio borsistico 2000-2002 oppure il biennio 2007-2008) meglio rischiare di non guadagnare molto che rischiare di perdere altrettanto.

COME "RAGIONANO" I NOSTRI PORTAFOGLI QUANTITATIVI

Per tradurre questi buoni propositi in concreti segnali operativi di acquisto e di vendita, da diversi anni abbiamo lanciato con successo dei portafogli azionari, di fondi ed Etf che operano sul mercato in base a dei trading system che abbiamo creato. L'obiettivo che ci eravamo preposti era quello di battere nel tempo i mercati (ovvero nel caso dei fondi azionari internazionali battere il benchmark costituito dall'indice dei fondi stesso), guadagnando di più nelle fasi di ascesa delle Borse e/o tagliando le per-

dite nelle fasi avverse. Un tipo di operatività alla portata di chiunque perché quasi tutte le banche permettono, sulle piattaforme online, di poter comprare e vendere fondi e sicav con commissioni di acquisto o vendita oramai molto basse e perché abbiamo studiato un'operatività molto "light" con eventuali aggiornamenti settimanali (ma spesso per diversi mesi non è necessario fare alcuna operazione di acquisto o vendita o switch).

L'approccio flessibile e attivo, nel caso

dei portafogli di fondi ed etf azionari, avrebbe quindi significato detenere in posizione un certo numero di fondi (massimo 6 o 8), pronti a modificarne la diversificazione in presenza di cambiamenti suggeriti dal mercato stesso.

Un tipo di approccio ben diverso da quello maggiormente praticato dalla maggior parte dei gestori e investitori che si basa su quello che ironicamente definiamo il "fritto misto": investire a pioggia su più mercati (dai mercati emergenti all'Italia, dall'Europa all'America) e poi sedersi sulla riva del fiume in attesa di veder crescere nel tempo il proprio capitale di partenza sull'assunto che così si diventerà ricchi perché nel passato così è stato...

Non è certo questo l'approccio seguito dai nostri portafogli dove invece il modello che abbiamo sviluppato in questi anni e applicato si basa su un approccio completamente differente attraverso l'utilizzo di due filtri. Prima di tutto a >>

“L'obiettivo che ci eravamo preposti era quello di battere nel tempo i mercati, guadagnando di più nelle fasi di ascesa delle Borse e/o tagliando le perdite nelle fasi avverse”





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

» ogni titolo o strumento (ovvero fondo, sicav, azione o Etf) associamo un trading system (ovvero un indicatore basato su un insieme di algoritmi matematici) che ci dice quando entrare e quando uscire, ovvero comprare e vendere. Non è un modello perfetto (vedi grafici a pagina 14 e 15) ma statisticamente si è dimostrato nel tempo migliore sulla maggior parte dei mercati e titoli su cui l'abbiamo testato, superiore a una gestione "buy & hold" o fondata sull'ego... del gestore. I vantaggi di operare secondo un approccio di questo tipo ci evitano, infatti, di farci prendere dai sentimenti e dalle emozioni ("aspetto a vendere perché magari la settimana prossima risale" oppure "se vendo ora sono in perdita, meglio aspettare...") e offre quindi all'investitore razionale una metodologia chiara e facile da replicare e capace di aiutare ad aprire o chiudere le posizioni senza troppe "seghe" mentali:

- ✓ *I mercati sono arrivati ai minimi?*
- ✓ *L'economia si riprenderà?*
- ✓ *Che cosa dicono gli analisti?*
- ✓ *Ho letto che il tal guru ha previsto che...*
- ✓ *I mercati sono saliti troppo? I mercati sono scesi troppo...*
- ✓ *Non vendo ora perché sarei in perdita...*
- ✓ *In televisione o sul giornale finanziario dicono che...*

Queste sono solo alcune delle tipiche frasi presenti nella mente di molti investitori (e anche gestori) e che un approccio quantitativo offre la possibilità di superare, dando dei precisi input di acquisto e di vendita e facendo tabula rasa di tutto questo "rumore", poiché l'analisi tecnica e quantitativa si basa su un concetto semplice: i prezzi dicono tutto. E quindi basta ascoltare quello che ci "dice" il mercato e operare secondo una strategia "seriale" e collaudata per trarre delle interessanti indicazioni operative senza bisogno di mettersi a fare tante supposizioni e ragionamenti. **Nei nostri modelli, poi, associamo al trading system base (una sorta di semaforo che sui differenti mercati, titoli o strumenti ci dice quando il segnale è verde o rosso) un indicatore elaborato dal nostro ufficio studi sul "momentum" e la "forza relativa".** Ovvero un tipo di parametro che ci forniscono ulteriori indicazioni sulla forza di un movimento in atto (questo tipo di indicatore è calcolato misurando la variazione del prezzo di uno strumento finan-

ziario in un dato periodo temporale), consentendoci così di fare anche delle comparazioni e delle classifiche fra i titoli o strumenti più interessanti da detenere. Se ci troviamo, infatti, nella situazione che su 50 strumenti esaminati operanti su diversi mercati o settori tutti sono in segnale rialzista non è molto efficiente e neppure pratico averli tutti in posizione. Ma grazie a questo secondo filtro del nostro sistema quantitativo possiamo optare solo per i più "forti", limitando così anche il numero di strumenti in posizione per una più facile gestione ma anche per una maggiore massimizzazione dei profitti nel tempo. Il numero massimo di titoli da detenere in posizione è frutto, infatti, di studi e backtesting (vedi Glossario) e fa parte dell'attività di money management, l'insieme delle regole per decidere quanto capitale destinare in ciascuna operazione e come gestire le posizioni aperte ed è un altro elemento molto importante che sviluppiamo nei nostri portafogli grazie a test e studi specifici.

QUESTO È L'ANDAMENTO EFFETTIVO DEI PORTAFOGLI DI FONDI O ETF DAL LORO LANCIO E IL CONFRONTO CON L'ANDAMENTO DEL MERCATO:

PORTAFOGLIO	DATA DI PARTENZA	PERFORMANCE	IF AZIONARI INTERNAZIONALI
Etf Global Italia	14/09/04	+45,45%	-3,30%
Etf Armonizzati	11/05/05	+31,34%	-4,95%
Fondi Black Rock	22/12/05	+3,84%	-18,53%
Fondi Eurizon	03/06/04	+46,46%	-3,76%
Fondi Fidelity	21/04/06	+5,39%	-21,73%
Fondi Schroder	22/12/04	+61,94%	-3,81%
Planet Multimanager	21/02/05	+40,21%	-6,55%

Risultati tutti molto interessanti e che confermano la bontà dell'approccio seguito e la capacità nel tempo di fare meglio del mercato dei portafogli costruiti tramite Etf oppure fondi Black Rock, Eurizon, Fidelity, Schroder o il portafoglio Planet che opera in una logica più multimanager, spaziando fra più case di gestione e andando a detenere i fondi migliori di ogni settore di ogni società. Ma con un nuovo studio condotto fra dicembre 2009 e gennaio 2010 volevamo verificare su un periodo più lungo (almeno decennale) quale sarebbe stato il risultato della metodologia finora seguita anche per confrontarla con alcune varianti che volevamo mettere alla prova. »»





I RISULTATI (MOLTO INTERESSANTI) DEL NUOVO STUDIO

Per testare questo studio dovevamo avere prima di tutto una base dati omogenea ovvero fondi con uno storico sufficiente per consentire i nostri test. Per questo motivo per condurre questo test (che è stato realizzato in collaborazione con Ft Support) **abbiamo quindi selezionato un certo campione di fondi** (in numero 44 e che sono descritti nel box a pagina 16) **rappresentativi di tutte le categorie** ma evidentemente limitando il numero dei fondi del campione (attualmente sono quasi 10.000 quelli distribuiti in Italia) poiché **l'obiettivo primario di questo studio** non era quello di verificare qual era il massimo rendimento possibile operando su tutti i fondi possibili ma **verificare invece alcune migliorie possibili e confrontare la bontà o meno del nostro approccio quantitativo con l'andamento del mercato.**

I risultati ottenuti sono stati molto interessanti e il grafico pubblicato in questa pagina è molto esplicativo. Per brevità (non potendo pubblicare lo studio completo) alcuni delle possibili migliorie che avevamo in mente riguardo alcune modifiche al meccanismo di "momentum" utilizzato si sono rivelate alla prova dei test (che vengono effettuati da alcuni computer che verificano attraverso milioni di calcoli tutto quello che sarebbe accaduto se si fosse utilizzata una strategia piuttosto che un'altra in base all'andamento dei prezzi di tutti i fondi e degli input forniti) peggiorative! Insomma tempo e soldi buttati visto che fare questi test non è un'operazione a costo zero. Ma investire in ricerca (e noi non ci tiriamo mai indietro quando possiamo farlo e un'idea ci sembra interessante da valutare) significa anche questo.

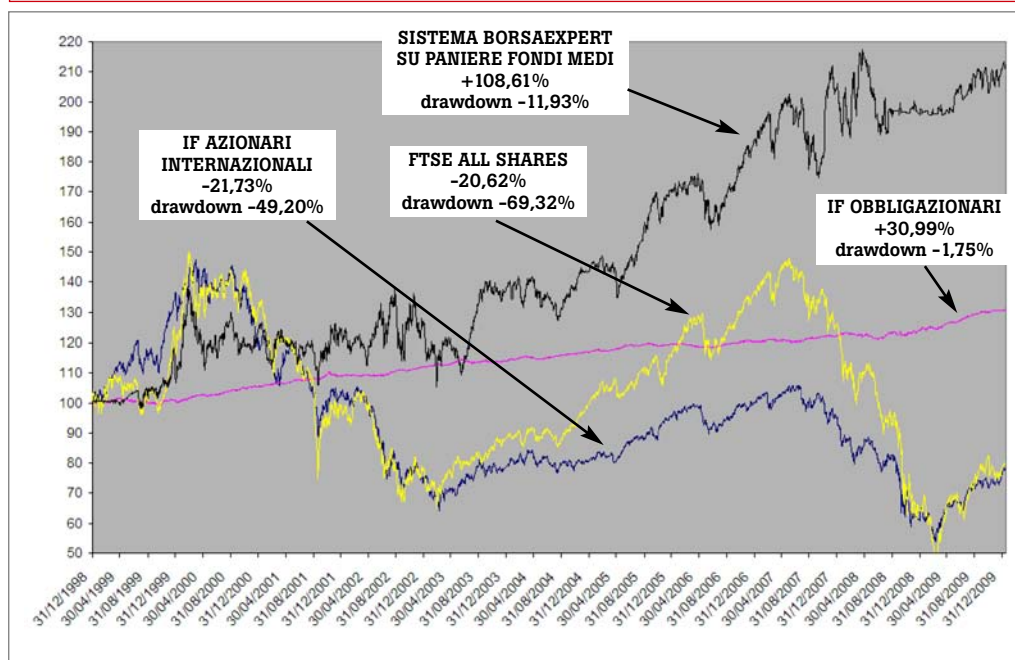
Alcuni test effettuati si sono rivelati invece proficui e ci hanno fornito delle utili indicazioni per migliorare i trading system che utilizziamo e che il nostro Ufficio Studi elabora per i portafogli standard di BorsaExpert.it e quelli personalizzati di MoneyExpert.it.

Per esempio è **emerso che**, contrariamente a quello che molti investitori pensano, **inserire in simili portafogli stop sui titoli più ristretti nelle fasi di maggiore volatilità per fuggire così più velocemente dal mercato, seppure risulti una bella idea dal punto di vista teorico, non è tale alla prova dei tempi.** Operando con meccanismi di "shock protection" nel tempo si ottengono non solo rendimenti inferiori e un maggior numero di operazioni ma perfino, alla lunga, anche un drawdown superiore.

Grazie a questo studio abbiamo po- ➤➤

GRAFICO 1

LA NOSTRA STRATEGIA CONFRONTATA COL MERCATO



Dal 1999 al 2009 (compreso) il trading system elaborato dal nostro Ufficio Studi e applicato su un paniere rappresentativo dei fondi d'investimento di tutte le principali categorie avrebbe ottenuto un rendimento (vedi linea nera) decisamente migliore di quello del mercato grazie a una gestione decisamente flessibile. Un rendimento lordo assoluto del +108,61% pari al +6,91% medio su base annua a fronte di una discesa dei mercati nello stesso periodo del -21% (indice FTSE All Shares Italia e indici Fondi Azionari Internazionali).





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

»» tuto affinare alcuni indicatori e trading system che vengono utilizzati da MoneyExpert.it nella consulenza finanziaria personalizzata e che verranno utilizzati a partire dalle prossime settimane sia nell'azionario che nell'obbligazionario (vedi Studio Obbligazionario a pagina xx) e veder verificato nel passato la bontà di un simile approccio nel tempo rispetto a una gestione passiva. Non possiamo certo con alcun sistema o ulteriore studio avere garan-

zia di eguali risultati futuri ma siccome non crediamo che tali risultati siano frutto di una semplice coincidenza o del caso, questo ha sicuramente rafforzato la nostra fiducia nei confronti di questo approccio. Che è peraltro confermato dall'andamento reale (e non solo teorico) dei nostri portafogli in questi anni che per molti risparmiatori hanno significato un dimezzamento del patrimonio investito secondo logiche passive e "buy & hold".

RENDIMENTI ASSOLUTI E VOLATILITÀ A CONFRONTO ANNO PER ANNO

	RENDIM. ASSOLUTO	RENDIM. COMPOSTO ANNUO	RENDIMENTO ANNO PER ANNO											Drawdown
			1999-2009	1999-2009	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
SISTEMA BORSAEXPERT SU PANIERE FONDI MEDI	108.61%	6.91%	8.00%	14.96%	0.11%	1.91%	8.94%	3.84%	19.19%	9.82%	8.82%	-5.04%	7.64%	-11.93%
IF OBBLIGAZIONARI	30.99%	2.48%	0.86%	4.45%	3.46%	2.81%	1.76%	2.48%	2.36%	0.54%	1.35%	1.74%	5.31%	-1,75%
FTSE ALL SHARES	-20.62%	-2.08%	17.78%	11.61%	-24.67%	-21.03%	13.07%	12.37%	16.74%	18.11%	-8.52%	-48.22%	22.33%	-69.32%
IF AZIONARI INTERNAZIONALI	-21.73%	-2.20%	36.55%	-11.82%	-13.69%	-29.41%	7.32%	2.64%	17.81%	4.87%	-3.92%	-35.47%	26.45%	-49.20%

In questa tabella è possibile confrontare il rendimento delle differenti strategie attive e passive e valutare anche anno per anno il comportamento del paniere di fondi movimentato secondo le strategie "attive" di BorsaExpert.it (I riga) a confronto con lo stesso paniere mai movimentato dove gli stessi fondi sono detenuti in eguale proporzione (II riga). Nella III e IV riga è possibile vedere il comportamento nello stesso periodo dell'indice fondi obbligazionari e dell'indice Fondi Azionari internazionali. Nell'ultima colonna è indicata il drawdown, ovvero la volatilità

Dal 1999 al 2009 compreso, utilizzando il nostro approccio quantitativo con il trading system, che grazie anche a questo studio abbiamo ulteriormente migliorato, avremmo ottenuto un rendimento lordo assoluto del +108,61% pari al +6,91% medio su base annua a fronte di una discesa dei mercati nello stesso periodo del -21% (indice FTSE All Shares Italia e indici Fondi Azionari Internazionali). Un valore aggiunto (alpha, per dirla con un linguaggio da "iniziati") di quasi il 130%. E senza utilizzare strategie short o di copertura (come quelle che utilizziamo in altri servizi e che in questo studio non trattiamo per non rendere troppo complicata la divulgazione ma che possiamo spiegare a chi ce ne farà richiesta con dati e grafici esplicativi degli ulteriori benefici) e che si possono certo abbinare a questo approccio se si vuole implementare una strategia cosiddetta Absolute Return (vedi Glossario). Insomma i fondi presenti nel paniere sono sempre stati solo long e su 44, fra azionari e obbligazionari che potevamo "pescare", il nostro sistema ne ha avuti 10 massimo in posizione. Oltre al rendimento ottenuto quello che è molto importante verificare di fronte a questi numeri è come si è comportato il nostro sistema nelle fasi avverse, ovvero qual è stata la massima perdita accumulata. La tabella ci dice che sul mercato azionario italiano nel periodo 1999-2009 il drawdown è stato del -69,32%. In pratica l'investitore più "sfi-gato" della terra acquistando il 18 maggio 2007 avrebbe visto nel punto >>>





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

» peggiore (9 marzo 2009) il proprio patrimonio falcidiato di quasi il 70% (e in molti casi l'esperienza ci dice che avrebbe venduto tutto, liquidando vicino ai minimi). Il sistema quantitativo adottato nei nostri modelli, invece, ha ovviamente perso ma contenendo molto la discesa (-11,93%) perché a fronte del cambiamento della tendenza il sistema consiglia di chiudere tutte le posizioni o switchare sugli strumenti che si muovono in senso positivo (magari rifugiandosi nell'obbligazionario a breve termine e governativo). Quello che si chiede a un approccio attivo e flessibile.

Può essere molto interessante esaminare l'andamento anno per anno per verificare il comportamento comparato di un sistema attivo con un approccio passivo. Nel 2008, a fronte di una perdita del mercato del -48% per il mercato azionario italiano e del 36% dei fondi azionari internazionali, il sistema elaborato dal nostro Ufficio Studi ha contenuto le perdite al -5%. Un taglio estremamente significativo. Nell'anno passato, come sappiamo, i mercati azionari dal mese di marzo hanno messo a segno un consistente recupero facendo in modo che il 2009 si chiudesse con un guadagno di quasi il 23%. Nel caso del paniere presente in questo studio un tale rialzo è stato solo parzialmente cavalcato. Come mai? Semplice, un sistema come quello utilizzato (e che è evidentemente »)

“ Nel 2008, a fronte di una perdita del mercato del -48% per il mercato azionario italiano e del 36% dei fondi azionari internazionali, il sistema elaborato dal nostro Ufficio Studi ha contenuto le perdite al -5% ”

I 44 FONDI CHE FACEVANO PARTE DEL PANIERE SU CUI ABBIAMO EFFETTUATO IL TEST

AZIONARIO	Africa e Medio Oriente	JPMF MIDEAST EQ
	America Latina	ML LATIN AMERIC
	Area euro small cap	SISF EU EQUITY
	Asean	FID ASEAN
	Asia Pacifico altro	FID INDONESIA
	Asia Pacifico con Giappone	ML PACIF EQUITY
	Australia e Nuova Zelanda	FID AUSTRALIA
	Cina	JPMF CHINA
	Corea	TEMP KOREA
	Europa emergente	DWS OSTEUROPA
	Europa large cap blent	FID EUROP GROWT
	Europa large cap value	FID SEL EUROPE
	Europa mid cap	ML EUROPEAN
	Europa small cap	JPMF EU SM CAP
	Giappone large cap	MS JAPAN V EQUI
	Grande Cina	TEMP CHINA
	Hong Kong	HSBC HKONG EQUI
	India	JPMF INDIA
	Internazionali large cap	ML GL OPPORTUN
	Internazionali large cap growth	CARM INV
	Internazionali large cap value	FK MUT BEACON \$
	Internazionali small mid cap	ML GL SMALLCAP
	Azionario Italia	FID ITALY
	Paesi emergenti	JPMF EM EUR EQ
Immobiliare diretto europa	DUC IMM	
Metalli preziosi	SGAM EQ GOLD MI	
Risorse naturali	ML WRLD MINING	
Servizi finanziari	SGAM EQ ER.FIN	
Tecnologia	JPMF EU TECHNOL	
Usa large cap	FID AMERICA	
Usa small cap	ML US SMALLCAP	
Italia	FID ITALY	
Italia small cap	FONDERSEL P M I	
Europa	DJ ESTOXX50	
OBBLIGAZIONARI	Asia	SISF ASIAN BOND
	Euro high yield	DUC F HY
	Europa	FID EURO BONDS
	Europa emergente	VON EASTEUR BD
	Globale Usd	TEMP GL BOND
	Governativi area dollaro	VON US BD
	Governativi area euro	FK GOVERN M
	Monetario euro	FID EURO CASH
	Convertibile	PV EURO CONV BO
	Corporate	FO BD CORP EUR





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

» «trend following» ovvero segue la tendenza prima di ritornare in positivo e far scattare tutti i semafori verdi ha bisogno di un po' di tempo per entrare in azione (e per questo nel tempo offre spesso un approccio più protettivo) e quindi non è assolutamente detto e scritto da nessuna parte che sovraperformi sempre il mercato in tutte le condizioni (magari!). Dovrebbe essere, infatti, intuitivo comprendere che un approccio di tipo flessibile al mercato (e quindi che non è sempre investito col piede pigiato a fondo sull'acceleratore) non può essere sempre in "palla", ovvero essere investito sempre quando la Borsa sale e flat (ovvero neutrale) quando la Borsa scende e ha bisogno di tempo perché si attivi sia in ingresso che in uscita e comunque è esposto in ogni caso a falsi segnali (mediamente la percentuale di successo dei nostri sistemi è del 60% ovvero su 10 segnali generati 4 si chiudono in perdita e 6 in guadagno).

Il sistema che fa settimana dopo settimana, mese dopo mese, anno dopo anno meglio del mercato, sia quando la Borsa sale che quando scende, è certo il sogno di tutti gli investitori e trader. Ma c'è poi la realtà con cui oc-

“ Generalmente mi sono pentito ogni volta che ho deviato dal piano. Non tutte le volte naturalmente (e questa è la ragione per cui è così difficile seguire un piano) ma abbastanza frequentemente da sapere ormai che, nel calore della battaglia, il piano è più furbo di me ”

George Kleinman

corre confrontarsi. Che significa doversi adattare ai mercati (è molto difficile, purtroppo, che i mercati si adattino ai nostri desiderosi investitori) e giungere a qualche compromesso, con attenzione al rapporto rendimento/rischio e alla replicabilità reale dell'operatività. I nostri Clienti non sono trader forsennati ma buoni padri di famiglia che non hanno tempo di passare la giornata a mettere ordini sul computer e giocare a fare i “trader online”, per quanto sia altamente dimostrato che un maggior trading con operazioni più ravvicinate non porta affatto (il contrario di ciò che ritengono molti trader e risparmiatori alle prime armi) a maggiori rendimenti.

“ Fra gestione passiva e gestione... emotiva è praticabile una terza via: un approccio attivo e flessibile secondo una metodologia basata su modelli matematici che grazie a BorsaExpert.it e MoneyExpert.it ciascun investitore può replicare con il proprio intermediario ”

CONCLUSIONI OPERATIVE

Questo studio ha confermato la bontà di un approccio quantitativo basato sui trading system utilizzati e ha fornito alcune indicazioni utili per migliorare alcuni portafogli già esistenti offerti da BorsaExpert.it sia sull'azionario che sull'obbligazionario (vedi studio specifico a pagina 21) con il lancio di alcuni nuovi servizi di consulenza finanziaria personalizzata o il miglioramento di alcune formule nelle strategie già attuate nei portafogli modello di fondi, Etf e azioni.

- ✓ **Per maggiori informazioni sui nostri servizi e portafogli: per la consulenza personalizzata: Roberta Rossi**
roberta.rossi@moneyexpert.it
 Numero Verde 800 913124, www.moneyexpert.it
- ✓ **Per la consulenza generica tramite portafogli modello: Assunta Cicchella** assunta.cicchella@borsaexpert.it
 Numero Verde 800 031588, www.borsaexpert.it



ZOOM



IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

Le differenze fra BORSAEXPERT.IT E MONEYEXPERT.IT

BORSA EXPERT.it

BorsaExpert.it è la soluzione più economica per chi vuole ricevere indicazioni operative basate su portafogli modello che consigliano in base al tipo di servizio prescelto (azioni, fondi, obbligazioni, Etf e i differenti tipi di paniere) quali titoli acquistare e vendere, in che quantità e quando. E' il cliente a scegliere quale portafoglio modello è il più adatto per le proprie esigenze, sottoscrivendone uno o diversi in base alla propria propensione al rischio, obiettivi d'investimento e conoscenza. Ed è sempre naturalmente il cliente a replicare autonomamente le indicazioni operative ricevute (a mezzo email e sms) con il proprio intermediario o quello ritenuto più interessante e/o conveniente. Si tratta quindi di una consulenza generica attuante mediante portafogli modello dove, in ottemperanza alla normativa Mifid e a quella sulla consulenza finanziaria personalizzata, non è possibile fornire consulenza su misura e l'investitore può trarre indicazioni e strategie indistinte da attuare sul proprio capitale.



Clicca qui per accedere al sito www.BorsaExpert.it

Clicca qui per scaricare una presentazione dei servizi di www.BorsaExpert.it/presentazione

moneyexpert.it

CI PRENDIAMO CURA OGNI GIORNO DEL VOSTRO PATRIMONIO.



Come MoneyExpert.it il tipo di consulenza finanziaria erogato può invece essere altamente personalizzato e in ottemperanza alla normativa in materia (estremamente rigorosa per garantire al cliente la massima trasparenza) è possibile per ciascun cliente fornire una vera consulenza globale e su misura, previa un'indagine molto approfondita per ogni cliente dei suoi obiettivi economico-finanziari e della sua propensione al rischio. In base a un questionario che l'investitore deve compilare (e questa fase preventiva è naturalmente del tutto gratuita e indipendente dal fatto che poi il cliente eventualmente deciderà di aderire al servizio di consulenza personalizzata) e a un vero check up (che può avvenire di persona o a mezzo telefono e/o web) che viene realizzato dal consulente per esaminare il portafoglio del cliente, valutare così nel dettaglio le posizioni già detenute e proporre magari la propria ricetta, tenendo conto naturalmente delle esigenze e degli obiettivi del cliente per offrirgli un servizio complessivo che parta dalla pianificazione finanziaria per arrivare alla scelta nel tempo (con un monitoraggio costante, settimana dopo settimana, mese dopo mese) dei titoli (azionari o obbligazionari tramite investimento diretto o fondi ed etf se ritenuti interessanti) da acquistare e vendere.



Clicca qui per accedere al sito www.MoneyExpert.it

Clicca qui per scaricare una presentazione dei servizi di www.MoneyExpert.it/presentazione





THE GONE FISHIN' PORTFOLIO

GET WISE, GET WEALTHY...
AND GET ON WITH
YOUR LIFE

ALEXANDER GREEN



Trovare il sistema per guadagnare “facendo lavorare i soldi” sui mercati finanziari al posto nostro con sistemi così facili da poter essere replicati anche da un babbeo è un filone editoriale particolarmente ricco, soprattutto negli Stati Uniti. I mercati sono sempre più complessi ma evidentemente (e proprio per questo) cresce la domanda di soluzioni semplici e facili alla portata di tutti. Basti ricordare la teoria dei cani (Dogs of Dow) conosciuta in Italia come quella de “i cani del Dow Jones”, una strategia d’investimento a carattere difensivo che mira a costituire annualmente un portafoglio selezionando fra le blue chip i titoli dal maggior dividendo. O la più recente teoria del “piccolo libro che batte il mercato” del gestore americano Joel Greenblatt che è stato presentato come una sorta di “formula segreta” (svelata al largo pubblico) per fare soldi quasi facilmente, selezionando annualmente i titoli da detenere in portafoglio in base a dei parametri di tipo fondamentale associati a un approccio di tipo sistematico. Fondato sull’assunto che nel medio periodo il prezzo delle azioni si adegua al valore reale delle aziende e che dai prezzi di borsa e dai bilanci si possano estrarre con poco impegno (volendo Greenblatt fornisce anche tutta la pappa pronta attraverso dei siti se non si vuole fare da soli questo lavoro di scree-

La curiosità IL PORTAFOGLIO PER L'INVESTITORE CHE VA A PESCARE... FA ACQUA!

ning) l’elisir della ricchezza. Inutile dire che questo tipo di approcci, per quanto interessanti (che insegnano comunque l’importanza di seguire un metodo), ci convincono poco perché da un anno all’altro tutto il mondo può cambiare e un simile lasso di tempo ci sembra eccessivo per moltissimi investitori che possono così vedersi, per effetto della volatilità, anche dimezzare il patrimonio di partenza. Nei libri e nella teoria questo evento difficilmente si verifica e il bello di queste teorie di “buy & hold” evolute è che mostrano sempre nel passato incredibili rendimenti ma poi, invece, quando diventano di dominio pubblico iniziano a precipitare...

Un approccio simile a questa scuola di “strategie facili per diventare ricchi” l’abbiamo trovata in un libro uscito nel 2008 negli Stati Uniti e scritto da Alexander Green, direttore investimenti di Oxford Club ed ex gestore di fondi. Il titolo del libro pubblicato è tutto un programma: “The Gone Fishing Portfolio” (Agora Editions). Ovvero in italiano per capire potremmo tradurre “Il portafoglio per l’investitore che va a pescare”. Anche Alexander Green vuole spiegare un metodo semplice per battere i mercati e impiega 232 pagine per dirlo con grafici, commenti e tabelle. Questo metodo promette di essere sensazionale e di consentire a ciascun investitore di godersi la vita, attuando una strategia in grado di battere quasi sistematicamente il mercato. Da replicare tramite fondi passivi (come i Vanguard molto diffusi negli Stati Uniti) o tramite banali Etf. Qual è questa teoria rivoluzionaria? Quella di diversificare il portafoglio in varie classi

d’investimento. Insomma il solito “fritto misto” che anche da noi in Italia è ancora vendutissimo da promotori e consulenti (magari con l’aggiunta del consiglio “geniale” di scegliere i prodotti meno costosi e più efficienti col senno del poi). Questo gestore americano fornisce in realtà un suo cocktail particolare (le quote da mettere nella mistura) e il procedimento da seguire. Eccolo. In estrema sintesi fatto 100 il capitale nella teoria del “pescatore” si consiglia di suddividere la torta in queste proporzioni con fondi o Etf:

	%
Azioni Usa	15
Az. Small Cap Usa	15
Az. Mercati Emergenti	10
Azioni Europa	10
Azioni Pacifico	10
Obbligazioni High Yield	10
Monetario	10
Obbligazioni Inflazione	10
Fondi immobiliari	5
Fondi legati all’oro	5
Totale	100

Questo sopra è il cocktail. Poi l’altro consiglio che Green fornisce è quello, una volta che si è partiti col proprio patrimonio suddiviso in questo modo, alle fine di ciascun anno attuare il ri-bilanciamento. Ovvero ritornare alla situazione di partenza. Quindi ipotizzando che l’azionario sia salito, per esempio, molto e l’obbligazionario sceso, liquidare parte dell’azionario affinché il peso nel proprio portafoglio ritorni a essere >>





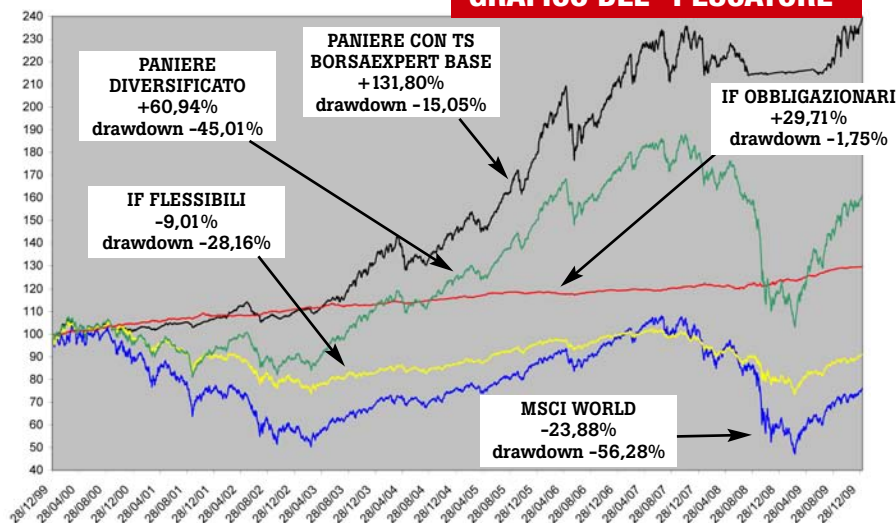
IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

» complessivamente il 60% (secondo l'ulteriore suddivisione per mercati indicata), l'obbligazionario il 30%, l'immobiliare il 5% e l'oro il 5%. Secondo Green che ha scritto questo libro (e onore alla capacità di aver impiegato 232 pagine per spiegare "tutta" questa teoria) applicando una simile strategia si sarebbe potuto fare il "colpo gobbo" negli anni passati con una curva dei profitti quasi sempre all'insù e un rendimento del +17,3% su base annua (nel periodo esaminato che andava dal 2003 al 2007. Un risultato superiore del 23% all'indice delle azioni americane rappresentato dallo S&P 500, con la semi-promessa che un simile approccio avrebbe potuto offrire all'investitore, anche negli anni a venire, un approccio redditizio e protettivo. Mal gliene incolse all'autore! Il 2008, l'anno in cui è stato pubblicato questo libro, è stato infatti l'anno fra i più neri dell'ultimo secolo e ha dimostrato che la diversificazione, quando dovrebbe maggiormente servire..., non funziona visto che nel momento peggiore del mercato (così è accaduto nel 2008) gli investitori volevano disfarsi di qualsiasi asset, facendo falò del concetto (bellissimo dal punto di vista teorico e commerciale) di investimenti decorrelati. Come ad esempio hedge fund, oro, opere d'arte, diamanti, legname, immobiliare, obbligazionario... E' accaduto perciò che il portafoglio del "pescatore" nel 2008 si è preso una "legnata" del 32% (a fronte di una discesa dell'indice S&P 500 del 38,5%). : quasi una beffa per quei lettori che avevano acquistato un libro che prometteva una strategia per investire in modo facile i propri risparmi, andare poi a pescare disinteressandosi completamente del proprio capitale e in questo modo avere buone probabilità di fare soldi. Siccome siamo per natura e inclinazione curiosi abbiamo comunque provato nell'arco del periodo di tempo 2000-2009 provare a confrontare la teoria del "pe-

scatore" con l'andamento del mercato, adeguandola a un investitore italiano. Abbiamo perciò cambiato un poco il cocktail (troppo sbilanciato per un investitore americano) ma mantenuta intatta la filosofia e il principio del ribilanciamento annuale.

Abbiamo voluto confrontare una strategia "facile" semi-passiva presentata da un gestore americano con la nostra metodologia e l'andamento del mercato azionario e obbligazionario.

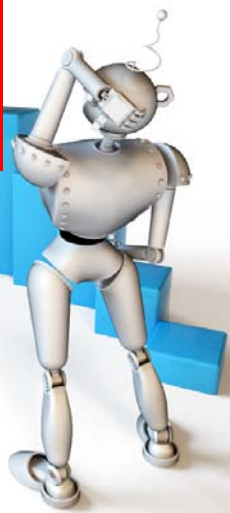
GRAFICO DEL "PESCATORE"



I risultati, sia come rendimenti che come volatilità, della teoria del "portafoglio del pescatore" si commentano da soli. Questo approccio si rivela certo buono quando i mercati mostrano una chiara tendenza rialzista e sale tutto... (in quel caso comprare e tenere fermo è sicuramente un'ottima strategia) ma quando i mercati flettono fortemente e in maniera rovinosa, come nel 2008 risulta evidente che tutti i benefici accumulati possano di colpo essere annullati con una logica "buy & hold" tanto che il paniere del "pescatore" nel periodo peggiore colleziona una perdita del 45% a fronte di una discesa dell'indice delle Borse Mondiali del -56% e dell'indice S&P 500 del 57%. Per fare un confronto abbiamo messo nello stesso grafico anche il rendimento (e il drawdown ovvero la perdita percentuale nella fase peggiore) anche dell'indice Fideuram dei fondi Obbligazionari e dei Fondi Flessibili (si fa per dire...). E ci è sembrato interessante confrontare questi anda-

menti e quello del portafoglio del "pescatore" anche con il risultato che si sarebbe ottenuto sullo stesso identico paniere di fondi o indici con l'utilizzo del trading system applicato nei portafogli di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it. Il risultato realizzato (+139% con una volatilità negativa del 15%) ci conferma che pescare sarà pure bello (a chi piace) ma aspettare un anno intero per fare la "manutenzione" del portafoglio può costare molto in termini di rendimento e soprattutto di stress. E attuare una strategia flessibile come quella attuata con i nostri sistemi quantitativi può valerne la pena. Anche perché eventuali segnali di vendita o di switch vengono forniti una volta alla settimana. E se si vuole proprio andare a pescare c'è tutto il tempo per dedicarsi comunque a questo hobby, portandosi magari dietro un cellulare o un computer portatile collegato con la chiavetta per inviare l'ordine alla propria banca se proprio non si vuole più tornare a casa...





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

IL MIO NOME È BOND, FLEX BOND

INVESTIRE SULL'OBBLIGAZIONARIO TRAMITE UNA SELEZIONE DEI MIGLIORI FONDI DELLE MIGLIORI SOCIETÀ INSIEME A UNA GESTIONE QUANTITATIVA: UNO STUDIO INTERESSANTE PER UN NUOVO SERVIZIO RISERVATO AI CLIENTI DI MONEYEXPERT.IT

Di Roberta Rossi (roberta.rossi@moneyexpert.it)

Dell'ampio studio che abbiamo condotto in questi mesi sui nostri trading system abbiamo anche voluto verificare nel tempo il risultato di una gestione fondata esclusivamente su fondi o sicav obbligazionari poiché volevamo anche qui verificarne l'andamento su un lasso di tempo significativo (10 anni) valutando di implementare alcune correzioni al set di valori attualmente utilizzato.

I risultati scaturiti (vedi grafico a destra) sono stati interessanti e sono stati ottenuti facendo un "back testing" (ovvero simulando il comportamento passato e presente di varie strategie in concorrenza con quella fino ad oggi utilizzata) su un periodo di circa 10 anni su un campione limitato di 10 fondi obbligazionari (vedi box a pagina 23 per i fondi obbligazionari inseriti nel campione) rappresentativi di diverse categorie al fine di verificarne l'andamento rispetto a una gestione passiva in termini di rendimenti ottenibili e drawdown.

Nel grafico a destra è possibile farsi un'idea completa dei risultati ottenuti confrontando sullo stesso paniere di fondi diversi approcci ovvero:

✓ La **linea nera** indica il risultato di un'operatività fondata sul nostro trading system che sui 10 fondi del campione ne avrebbe mantenuto in posizione solo i 4 più forti (quindi con una selezione sul campione) e in po-

RISULTATI OTTENUTI DAI TRADING SYSTEM TESTATI E DA UNA GESTIONE STATICA

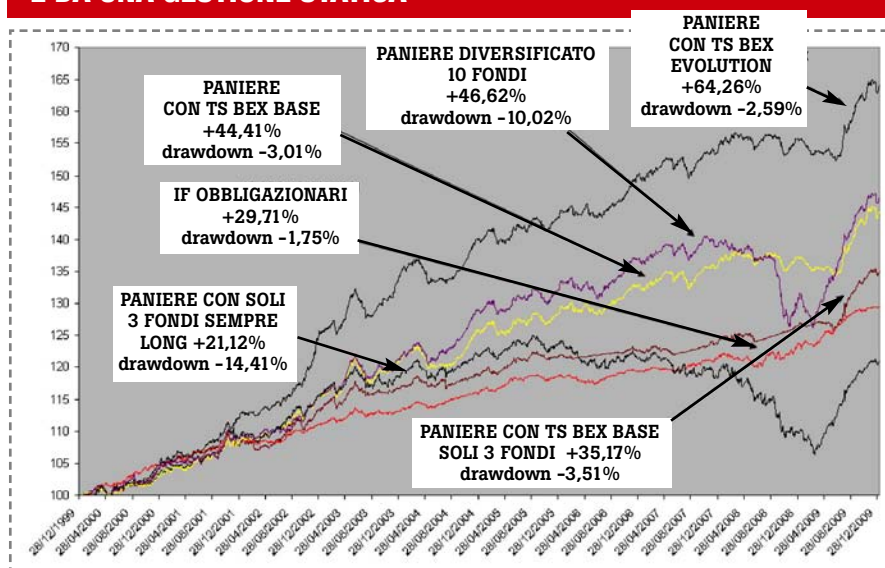


GRAFICO 1

sizione rialzista nel periodo preso in esame;

✓ La **linea viola** indica quale sarebbe stato il risultato operando sempre sullo stesso paniere di 10 fondi e attuando una classica diversificazione a pioggia con ciascun fondo al 10% in portafoglio e mantenuto sempre in posizione;

✓ La **linea gialla** indica quale sarebbe stato il risultato operando sempre sullo stesso paniere di 10 fondi che sarebbero stati tenuti in posizione nel-

la proporzione del 10% ciascuno solo però se il nostro trading system primario avesse confermato un segnale rialzista (semaforo verde);

✓ La **linea marrone** indica quale sarebbe stato il risultato operando solo su una parte limitata del campione ovvero i 3 fondi giudicati più "tranquilli" (il governativo, il corporate e un obbligazionario Europa) rispetto agli altri 10 in presenza di segnali positivi provenienti dal nostro trading system con la regola che in pre- ➤➤





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

» senza di stop su uno o più di questi fondi la liquidità si sarebbe investita tutta sul fondo monetario;

✓ La **linea rossa** indica l'andamento nello stesso periodo del benchmark di categoria ovvero l'indice Fideuram dei Fondi obbligazionari che ci dice nello stesso periodo quale sarebbe stato il risultato ottenuto da un investitore nel periodo 2000-2009 affidandosi al risparmio gestito come risultato medio ottenuto;

✓ La **linea nera** ci dice quale sarebbe stato il risultato di una gestione statica con solo 3 fondi come il governativo (Franklin Templeton Government), il corporate (Fortis Bond Corporate Euro) e il misto (Fidelity Euro Bonds) sempre detenuti in portafoglio. Rispetto alla strategia attuata nella linea marrone in questo caso tali fondi sono sempre stati mantenuti in posizione.

La scelta del campione su cui effettuare questo studio è partita dalla necessità di disporre di un campione di dati significativo su fondi operanti in classi e categorie diverse. **Per questo motivo non si è quindi prescelto necessariamente il miglior fondo o la migliore Sicav di ogni categoria poiché al di là della banale considerazione che questo dato è conoscibile solo ex post**, ovvero col senno del poi, ci interessava in questa fase più che altro includere nel campione fondi con uno storico lungo per verificare in un lasso di periodo significativo il valore aggiunto apportato da una strategia di tipo quantitativo secondo i nostri algoritmi. E peraltro uno comunque dei vantaggi dei nostri modelli è che si vanno a cercare da soli i fondi migliori su quelli del campione (tanto più ampio) perché ad esempio fra 3 fondi che operano nella stessa area o settore quello consigliato sarà grazie ai nostri filtri quello che nei mesi precedenti si è maggiormente distinto rispetto al benchmark. Riguardo quindi il comparto obbligazionario i fondi inclusi in questo test sono quelli indicati nella tabella a pagina xx, fra quelli obbligazionari.

Oggetto di quest'analisi sono stati vari punti fra cui:

✓ è più o meno produttivo nel tempo utilizzare degli ulteriori stop loss rispetto a quelli già implementati nei nostri sistemi in presenza di brusche discese per accelerare l'uscita?

✓ Testare set di formule alternative ai valori attualmente utilizzati negli algoritmi in uso.

✓ Valutare altri sistemi di forza relativa e momentum per verificare se sono più redditizi di quelli ideati e utilizzati nei nostri sistemi.

I risultati principali di questo studio (vedi tabella pubblicata nella pagina seguente TRADING SYSTEM E GESTIONE STATICA) ci hanno indicato al riguardo che:

a) usare meccanismi di ulteriore alert per uscire dai mercati in maniera più veloce (tecnicamente meccanismi di Shock Protection e Atr), seppure in determinate fasi di mercato sicuramente aiuta a chiudere prima le posizioni e a tagliare le perdite nel tempo (se parliamo di medio lungo periodo come nel campione analizzato), si rivela controproducente. Applicare degli stop e degli alert troppo veloci si sarebbe tradotto, infatti, in questo ultimo decennio in un incremento di quasi il 50 % del numero delle operazioni (369 contro 225 della versione più movimentista senza filtri) ma soprattutto in rendimenti nettamente più bassi (del 37% per il paniere azionario e del 33% per il portafoglio obbligazionario);

b) su questo fronte dei miglioramenti sono stati evidenziati e il nuovo set di tali formule verrà applicato sui portafogli azionari e obbligazionari di MoneyExpert.it che utilizzino un approccio di tipo quantitativo;

c) il meccanismo che utilizziamo attualmente e il set di formule prescelto si è mostrato nettamente migliore di tutte le alternative testate e che vantavano magari una letteratura ampia positiva, confermando così la bontà dell'approccio fino ad oggi utilizzato. »»





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

RISULTATI OTTENUTI DAI TRADING SYSTEM TESTATI E DA UNA GESTIONE STATICA

	RENDIMENTO ANNUO PER ANNO												Spiegazione	
	RENDIM. ASSOLUTO	RENDIM. COMPOSTO ANNUO	2000-2009	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		2009
PANIERE CON TS BEX EVOLUTION	64,26%	5,09%	3,77%	8,97%	12,14%	6,79%	4,19%	3,31%	4,40%	2,61%	0,88%	4,28%	-2,59%	Il sistema prevede l'utilizzo di un paniere composto da 10 fondi con long solamente i primi 4 per forza relativa.
PANIERE DIVERSIFICATO 10 FONDI	46,62%	3,90%	4,27%	4,53%	6,41%	4,85%	6,25%	2,56%	3,65%	1,70%	-6,03%	11,70%	-10,02%	Il sistema prevede l'utilizzo di un paniere composto da 10 fondi sempre long con un peso del 10% sul valore totale. Alla fine dell'anno si effettua un ricalcolo che prevede il reintegro del peso del 10% sul valore totale.
PANIERE CON TS BEX BASE	44,41%	3,74%	3,54%	5,41%	7,20%	4,57%	4,01%	2,20%	3,17%	2,51%	0,83%	-4,13%	-3,01%	Il sistema prevede l'utilizzo di un paniere composto da 10 fondi seguendo l'operatività del sistema settimanale di BorsaExpert. Qualora il fondo diventi long il suo peso sarà del 10% sul valore totale.
PANIERE CON TS BEX BASE SOLI 3 FONDI	35,17%	3,06%	4,51%	3,77%	5,89%	2,88%	2,01%	2,55%	0,33%	0,92%	1,87%	6,03%	-3,51%	Il sistema prevede l'utilizzo di un paniere composto da 3 fondi seguendo l'operatività del sistema settimanale su BorsaExpert. Qualora il fondo diventi long il suo peso sarà del 33-34% sul valore totale.
PANIERE CON SOLI 3 FONDI SEMPRE LONG	21,12%	1,93%	4,75%	4,06%	6,54%	2,44%	2,82%	1,65%	-1,93%	-2,29%	-7,34%	9,71%	-14,41%	Il sistema prevede l'utilizzo di un paniere composto da 3 fondi sempre long con un peso del 33-34% sul valore totale. Alla fine dell'anno si effettua un ricalcolo che prevede il reintegro del peso al 33-34% sul valore totale.
IF OBBLIGAZIONARI	29,71%	2,4%	4,46%	3,56%	2,85%	1,78%	2,83%	2,13%	0,55%	1,91%	1,79%	4,56%	-1,75%	Benchmark preso come riferimento: Indice Fideuram del mercato obbligazionario.

Fonte: Ufficio Studi di BorsaExpert.it. Si ricorda che le performance passate non sono garanzia di uguali risultati futuri e tali simulazioni vogliono solo presentare un confronto fra varie NB: tutti i risultati sono calcolati al netto di un costo di abbonamenti pari in media allo 0,6% annuo, di un costo per sottoscrizione fondi pari in media allo 0,15% annuo e a un virtuale





STRATEGIE A CONFRONTO SUI FONDI OBBLIGAZIONARI

Il grafico 1 mostra, come spiegato nella tabella esplicativa 3, il comportamento nel tempo (dal 2000 al 2009) di diverse strategie, confrontate con l'andamento dell'Indice Fideuram Fondi Obbligazionari per verificare sia il rendimento nel tempo che la volatilità (drawdown).

La strategia più performante si rivela, secondo questo back testing, quella attuata utilizzando il nuovo TS 4 che sul campione dei 10 fondi di tutto il paniere a disposizione ne detiene in portafoglio un numero massimo di 4.

In tale periodo di tempo questa strategia avrebbe consentito un rendimento netto (tenendo conto quindi di tutti i costi stimati, comprensivi del costo della consulenza annua applicata da MoneyExpert.it) del +64,26% con un drawdown (massima perdita conseguita nella fase più avversa) del -2,59% per un rendimento medio annuo del +5,09%.

Gli stessi 10 fondi del campione esaminato, se detenuti sempre in portafoglio ("buy & hold"), avrebbero ottenuto nello stesso periodo un rendimento del +46,62% con un drawdown del -10,02% e un rendimento medio annuo del +3,9% (in questo caso non abbiamo tenuto conto dei costi di acquisto dei fondi poiché molto bassi vista la movimentazione pressoché nulla).

Per confrontare queste 2 strategie (quella flessibile utilizzando il nostro trading system che per massimizzare i rendimenti fa anche una ulteriore selezione dei fondi da detenere in portafoglio per concentrarsi esclusivamente solo su un paniere più ristretto e quella buy & hold che invece detiene sempre in portafoglio tutti i fondi del campione) si sono anche valutate ulteriori strategie e benchmark (come l'indice Fideuram Obbligazionario).

Nell'ipotesi della simulazione con 3 fondi si è voluto verificare il comportamento di un paniere molto "difensivo", includendo nel campione non tutte le categorie obbligazionarie ma solo i fondi obbligazionari Corporate Euro (Fortis Corporate Euro), il Franklin legato ai titoli di Stato (Franklin Government) e uno misto che seleziona sia titoli governativi che corporate (il Fidelity Euro Bonds) quindi con esclusione di asset class magari più rischiose come high yield, emerging bond, convertibili, Europa emergente... A una strategia su 3 fondi con queste caratteristiche (che avrebbe generato nel periodo esaminato un rendimento nel tempo del +21,12% pari al +1,93% annuo con un drawdown del -14,4%) si è confrontata una strategia dinamica dove su questi 3 fondi si sarebbe operato secon-

do il nostro modello di trading system con l'ulteriore variante che in caso di segnale di uscita da uno o più fondi la liquidità riveniente dalla vendita si sarebbe parcheggiata in un fondo monetario (il Fidelity Euro Cash).

Si confermerebbe, anche con una simile strategia molto più cauta, la netta supremazia di una strategia "expert" basata sui nostri TS poiché il rendimento nel periodo quasi raddoppierebbe (+35,17% assoluto pari al +3,06% annuo con un drawdown nettamente inferiore e pari a -3,51%).

E' molto interessante notare *en passant* (e ci sarebbe molto da scrivere al riguardo) nella tabella 1 che nel tempo esaminato una strategia molto conservativa come quella di puntare solo su 3 fondi fra i più "tranquilli" (quelli legati ai titoli governativi, corporate e Europa) invece che su un paniere di 10 fondi che contenevano invece anche strumenti più rischiosi (come bond high yield, dei Paesi emergenti, in valuta, convertibili...) ha nel tempo prodotto non solo minori rendimenti come era tutto sommato lecito attendersi ma anche un più alto "drawdown" (e questo non è così intuitivo poiché spesso si tendono a escludere alcuni asset ritenuti rischiosi, concentrando l'investimento su un numero inferiore di classi). Questa tabella dice e conferma invece che la diversificazione paga ed è più rischioso escludere che includere... Insomma le peggiori sorprese possono arrivare nei mercati finanziari spesso dagli asset giudicati più sicuri e diversificare molto anche nell'obbligazionario (come emittenti, tipo di titoli, tipo di indicizzazione, esposizione paese, valuta...) può pagare (e anche molto) in termini di rapporto rendimento/rischio.

CONSIDERAZIONI OPERATIVE

Lo studio ha sicuramente fornito diverse conferme e spunti per i nostri modelli. Riguardo i portafogli obbligazionari si rivela interessante perseguire la strategia di creare per i Clienti del servizio Full Expert un nuovo servizio dove a fianco alla consulenza obbligazionaria diretta che già forniamo (attraverso panieri composti da singoli titoli obbligazionari e secondo un approccio fondamentale-discrezionale e basato su una movimentazione bassa) si può proporre anche un servizio di asset allocation e movimentazione flessibile del portafoglio dove il sottostante è composto da fondi e Sicav obbligazionari. Questo al fine di diversificare le strategie attuate ed essere più veloci a uscire dal mercato >>>





IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER.

» in fasi particolarmente turbolente del mercato che anche nell'obbligazionario sono possibili come ha insegnato il periodo 2008-2009 dove fondi d'investimento obbligazionari tranquilli o molte obbligazioni corporate (e non considerate dal mercato high yield) sono scese anche del 20% in poche settimane (si pensi a emittenti come Unicredit, General Electric o Dexia per fare solo 3 nomi) con forti difficoltà a liquidare le posizioni in certi momenti di mercato dato che sul mercato Mot o Tlx (quello accessibile alla maggior parte dei risparmiatori) il book di moltissimi titoli obbligazionari, soprattutto corporate, si era svuotato con un ampio divario fra proposte di acquisto e di vendita.

Rispetto all'investimento diretto obbligazionario si proporrebbe così un differente stile di gestione (**alternativo e che può benissimo coesistere con un approccio discrezionale e per questo motivo per chi detiene patrimoni di una certa importanza consigliamo di seguire tutti e due questi approcci con 2 portafogli distinti, uno in obbligazioni dirette e uno in fondi secondo la metodologia descritta in questo studio**) che presenta alcuni vantaggi, non sempre riscontrabili con l'investimento diretto, ovvero:

- ✓ un approccio quantitativo e non discrezionale, diversificando così le strategie sottostanti per ottenere nel tempo con buona probabilità migliori risultati e minor drawdown complessivo;
- ✓ la possibilità di valutare ex post il comportamento di un simile portafoglio come rendimenti e drawdown e tagliare più facilmente le perdite nelle fasi avverse grazie al sistema di stop;
- ✓ la possibilità di accedere a obbligazioni altrimenti difficilmente negoziabili sia qualitativamente che quantitativamente;
- ✓ la maggiore diversificazione visto che in ciascun fondo sono presenti centinaia di obbligazioni;
- ✓ la possibilità, tramite fondi e Sicav, di operare con importi anche molto cospicui, avendo minore difficoltà a entrare e uscire dal mercato vista la più facile negoziabilità dei fondi rispetto a molti bond (soprattutto corporate) che dovrebbero garantire una più veloce liquidabilità dell'investimento.

Se questi sono i pro esistono certo anche dei contro che sembrano però avere meno peso secondo il nostro giudizio e sono:

- ✓ costi di gestione apparentemente più elevati poiché al costo del nostro servizio di consulenza (che sarebbe uguale comunque a quello già praticato) si sommano i costi impliciti ed espliciti dei fondi d'investimento che gravano su un fondo (dallo 0,8 al 2% annuo). Scriviamo apparentemente poiché nelle performance indicate dalle varie strategie tali costi di gestione (T.e.r.) e di consulenza per i portafogli Expert sono già stimati e inclusi secondo l'ipotesi di un'operazione al mese e di una tariffa di consulenza annua media dello 0,6% (MoneyExpert.it applica tariffe degressive a scaglioni in base all'entità del patrimonio sotto consulenza);
- ✓ un'attività di movimentazione dei portafogli più impegnativa poiché, soprattutto in una logica multi manager, l'operatività non si può sempre replicare immediatamente con segnali di acquisto e di vendita ma occorrerà aspettare (se non è possibile fare lo switch e/o non si opera con la stessa casa di gestione) che la liquidità derivante dalla vendita di un fondo sia disponibile per procedere poi all'acquisto di un altro fondo.

Va precisato che le performance risultanti da questo studio sono quelle ottenute mediante il campione di fondi esaminato (e le strategie attuate non verteranno su questo campione ma sul paniere di fondi e sicav che il Cliente potrà negoziare con la propria banca e fra le società di gestione giudicate più interessanti dal nostro Ufficio Studi, operando una necessaria selezione per semplificare la vita dell'investitore) e che evidentemente i risultati ottenuti potrebbero essere migliori, anche in modo sensibile, se si operasse con un campione più vasto e che comprendesse tutti i fondi obbligazionari, ovvero di un nu-

mero superiore di società di gestione (il campione qui è costituito solo da 10 fondi a fronte degli oltre 3500 negoziabili solo sull'obbligazionario pur se evidentemente sconsigliamo di allargare in maniera così elevata il possibile paniere di fondi su cui operare). L'obiettivo primario di questo studio era, infatti, quello di verificare se poteva essere più performante e meno volatile operare sul mercato obbligazionario con una strategia quantitativa come quella utilizzata con i nostri algoritmi (e alcune implementazioni) rispetto a una strategia statica di diversificazione ("buy and hold" ovvero compra e tieni").

CONSIDERAZIONI OPERATIVE

Il nuovo servizio Flessibile sui fondi obbligazionari partirà presumibilmente da inizio aprile 2010 e sarà fornito da MoneyExpert.it di Roberta Rossi poiché si tratta di un servizio che va personalizzato per ciascun cliente in base alla banca con cui opera, i fondi e le sicav che ha disposizione, e il numero di scuderie, fondi, categorie (con possibili inclusioni o esclusioni) che vuole che inseriamo nel suo paniere di fondi su cui dobbiamo fornire la consulenza. Un servizio quindi altamente personalizzato poiché per ogni cliente dovranno essere inviati dei segnali ad hoc con eventuali aggiornamenti settimanali una volta costituito il portafoglio di partenza.

Per maggiori informazioni:

**per la consulenza personalizzata: Roberta Rossi roberta.rossi@moneyexpert.it
Numero Verde 800 913124 www.moneyexpert.it**





Trading system: QUESTI SCONOSCIUTI

Cosa sono e quali sono i punti di forza e di debolezza

Il trading system altro non sono che un insieme di regole stabilite a priori che contribuiscono a determinare in maniera univoca i punti di entrata o uscita sul prezzo dei titoli. Questi punti, conosciuti anche come segnali vengono indicati sul grafico e richiamano l'immediata esecuzione di una transazione. Ottenere un sistema efficace richiede l'**ottimizzazione** degli investimenti, in relazione alla propria **propensione al rischio**. Un trading system può funzionare per uno o più titoli ma potrebbe anche rivelarsi poco utile o addirittura inutile per altri titoli o per un investitore non in grado nel gestire con disciplina e metodo un tale approccio. Che può significare anche chiudere (anche ripetutamente) operazioni in perdita nelle fasi avversi (drawdown), perdendo magari fiducia nel sistema o scoprendo che il sistema elaborato non è così adatto ai suoi obiettivi.

↑ I VANTAGGI DEI TRADING SYSTEMS

I trading systems si caratterizzano per la loro capacità di lasciare fuori dalle attività di investimento le **emozioni**. Infatti, queste determinano spesso, per gli investitori individuali, il compimento di scelte errate oltre che una grande dispersione di tempi per il reperimento e la valutazione delle informazioni.

↓ GLI SVANTAGGI DEI TRADING SYSTEMS

I trading systems non si caratterizzano solo per una serie di vantaggi, ma anche per alcuni svantaggi. Infatti, per essere apprezzati, necessitano di una solida **conoscenza dell'analisi tecnica per chi li sviluppa e**

una rigida **attività di testing** per valutare nel tempo con attenzione le necessarie modifiche da compiere perché un sistema concepito sull'andamento passato possa poi realmente applicato nella realtà senza troppe controindicazioni. Correttamente, infatti, dobbiamo anche evidenziare gli eventuali "contro" presenti in una gestione di tipo quantitativo fondata su un trading system, che possono certo significare che le performance passate non costituiscono garanzia di eguali risultati futuri (ma questo vale, come sa bene, per qualsiasi tipo di strategia) e il fatto che in determinate fasi di mercato con tendenze non molto definite (i cosiddetti mercati che si muovono in laterale, salendo e scendendo continuamente in un range ristretto) i falsi segnali possono diventare anche numerosi e consecutivi, causando stress, perdita di fiducia nel "sistema" e risultati inferiori (anche negativi) a quelli del mercato di riferimento.

Il trading system buono per tutte le stagioni e per tutti i trader, purtroppo, non esiste e scegliere di operare seguendo un approccio come quello indicato significa essere disposti a seguirlo sia nella buona che nella cattiva sorte perché le fasi avverse, purtroppo, non si possono né prevedere, né eliminare.

Un trading system è un insieme di regole (decise dai programmatori/strategist che trasformano in algoritmi matematici il loro metodo di acquisto e di vendita dopo averlo per lungo tempo sperimentato sul mercato e affinato anche con numerose simulazioni su serie storiche differenti, il cosiddetto processo di back testing) che generano segnali operativi di trading, ovvero rap-

presenta la trasposizione di una o più strategie di trading su uno o più mercati o singoli strumenti finanziari.

Un trading system non risulta quindi un sistema per guadagnare sempre né un sistema per fare previsioni né tantomeno un sistema che sostituisce l'investitore nell'operatività.

IN SINTESI L'UTILIZZO DI UN TRADING SYSTEM OFFRE I SEGUENTI

"VANTAGGI":

- ✓ **coerenza operativa;**
- ✓ **operatività secondo le proprie attitudini all'investimento (approccio intraday, oppure quotidiano, settimanale, mensile...);**
- ✓ **controllo emotività/stress;**
- ✓ **costanza nell'applicazione della stessa metodologia;**
- ✓ **differenziazione del rischio su più strumenti;**
- ✓ **monitoraggio completo dell'operatività;**
- ✓ **maggiore efficienza nel trading; possibilità di testare un sistema nel tempo in fasi di mercato anche completamente diverse.**

A fronte di questi "pro" l'inevitabile "contro" che ciascun investitore deve conoscere in anticipo per seguirli consapevolmente, ovvero lo "stress" che qualsiasi sistema "trend following" può generare. Per trading system "trend following" si intendono quelli basati sulla direzionalità della tendenza in alto, che entrano in azione quando sembra delinearsi un trend sufficientemente forte in acquisto per uscire in vendita nelle fasi di debolezza. >>





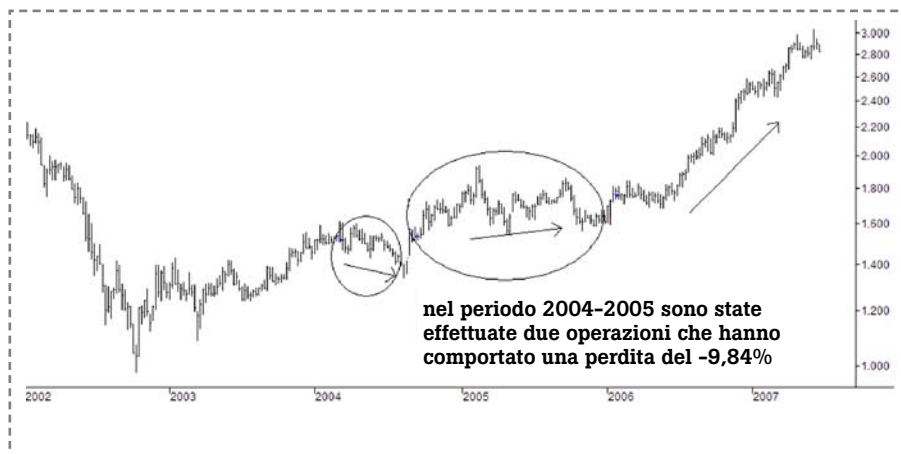
>> DUE ESEMPI ESTREMI POSSONO MEGLIO RAPPRESENTARE IL LATO POSITIVO E NEGATIVO DI UN SIMILE APPROCCIO.

IL CASO AZIMUT



Nel primo abbiamo esaminato l'operatività del nostro trading system applicata al titolo Azimut. Come si nota bene dal grafico soprastante il sistema ha consigliato, nel periodo 2005-2009, di effettuare un'unica operazione (chiusa con una performance del +84,38%) entrando in acquisto sul titolo quando si prefigurava una tendenza ascendente ed uscendo poco dopo l'inizio delle successiva tendenza discendente.

IL CASO A2A



Nel secondo prendiamo in considerazione l'andamento del titolo A2A nel periodo 2004-2006. In questi anni, come evidenziato dal grafico, il titolo ha intrapreso una fase di congestione caratterizzata da molte oscillazioni. Il nostro sistema, di conseguenza, è rimasto imbrigliato in alcuni falsi segnali effettuando due operazioni con una performance complessiva negativa del -9,84%.

Giustamente, quindi, come ha scritto qualcuno, il dilemma vissuto da qualsiasi investitore che decida di operare utilizzando un sistema "trend-following" è rappresentato dalla consapevolezza del ritardo con cui tali sistemi entrano in posizione. Tale caratteristica spesso conduce a situazioni in cui il segnale che fa scattare l'acquisto – frutto di un'elaborazione di dati passati – viene prontamente negato dal mercato stesso che ritorna sui suoi passi, generando uno dei famosi falsi segnali tipici dei sistemi costruiti su medie mobili. Ma se da un lato il falso segnale raramente conduce a perdite rilevanti, dall'altro è decisamente frustrante confrontarsi con un mercato che ha deciso di smettere di correre proprio quando noi decidiamo di entrarvi. Il vero valore aggiunto dei sistemi trend-following risiede tuttavia, secondo la mia esperienza e secondo un'esperienza più che decennale corroborata dai risultati realizzati, nella loro intrinseca capacità di cavalcare i forti trend per buona parte del loro percorso, sostanzialmente facendo tenere aperte le posizioni finché non si verifica un segnale interpretabile come un'inversione, in corrispondenza del quale si liquidano le posizioni.

Tagliare le perdite nelle fasi più avverse e cavalcare i mercati nelle fasi di più forte rialzo è un obiettivo che diventa più facilmente raggiungibile grazie all'utilizzo disciplinato di simili strategie (sia nell'azionario che nell'obbligazionario, come dimostra questo studio) su periodi di tempo medio-lunghi, per cercare di raggiungere l'obiettivo di fare meglio del mercato, riducendo nel contempo il draw-down (la "volatilità cattiva").



**PER LEGGERE TUTTA L'INCHIESTA
E IL NUMERO COMPLETO APPROFITTA
DELL'OFFERTA DI ABBONAMENTO SPECIALE**



SE NON L'HAI GIÀ FATTO
 PUOI SCARICARE UN
 NUMERO SAGGIO
 GRATUITO ALL'INDIRIZZO
WWW.MONEYREPORT.IT



moneyreport
 anteprima

CONSIGLI e STRATEGIE per INVESTITORI combATTIVI



IL MIO GESTORE DI PATRIMONI? UN COMPUTER

La gestione automatizzata degli investimenti è una realtà fortemente consolidata negli Stati Uniti dove si è più sviluppato questo approccio. Ma anche in Italia diverse società offrono questi prodotti. Ecco perché le macchine in Borsa, se impostate a dovere, possono far meglio dei gestori

Anche in Italia la nuova frontiera del risparmio sono i fondi d'investimento e le gestioni quantitative. I money manager fissano dei parametri e poi è il computer a comporre i portafoglio. Il vantaggio? La possibilità di verificare nel passato l'andamento delle strategie e un approccio quasi scientifico all'investimento, sfuggendo all'emozione. Con la possibilità di tagliare maggiormente le perdite nelle fasi più avverse. I pro (ma anche i contro) delle gestioni basate sui trading system. E perché da diversi anni abbiamo sposato anche noi questa filosofia. Ne discutiamo con due dei massimi esperti italiani: Daniele Bernardi di Diaman Sim e Giuseppe Belfiori di Ft Support e vi mostriamo alcuni studi molto interessanti realizzati sui alcuni dei trading system applicati ai portafogli di BorsaExpert.it e MoneyExpert.it

Gli articoli principali in sintesi del mese di marzo 2010:

- INTERVISTA CON DUE DEI MASSIMI ESPERTI IN ITALIA DI STRATEGIE QUANTITATIVE PER INVESTIRE IN BORSA**
- GESTIRE L'OBBLIGAZIONARIO COL PILOTA AUTOMATICO? SI PUO'**
- LA TEORIA DEL "PESCATORE" ANALIZZATA NEL TEMPO**
- DIECI ANNI DEI MERCATI: MEGLIO UNA GESTIONE PASSIVA O ATTIVA?**
- FIDEURAM ONLINE, UNA SPESA TIRA L'ALTRA**
- ETF, QUELLI CHE INVESTONO SULLE AZIONI USA**
- CONTI DI DEPOSITO, LA CARICA DEI BROKER ON LINE**
- OBBLIGAZIONI: IL BOND DEL MESE RENDE IL 3% NETTO**
- BANCO POPOLARE: SOTTO LA LENTE LA NUOVA OBBLIGAZIONE CONVERTIBILE**
- CONVIENE ACCETTARE IL BARATTO PROPOSTO DALLA POPOLARE LODI A CHE HA SOTTOSCRITTO LE SUE POLIZZE?**



PER MAGGIORI INFORMAZIONI TI CONSIGLIAMO DI LEGGERE TUTTA L'INCHIESTA
DA PAG. 1 A PAG. 28

IL BAROMETRO SUI MERCATI E SULLE AZIONI

Ai lettori di Money Report offriamo un sistema "stupido" ma efficace che dice quando essere investiti sulle azioni o sui vari mercati e settori

E' arrivato il momento di comprare a piene mani, almeno a giudicare dai commenti "disinteressati" di molti operatori. Ma prima dell'ultima salita le opinioni erano completamente diverse. I titoli, i settori e i mercati in tendenza rialzista secondo il barometro.



PER MAGGIORI INFORMAZIONI TI CONSIGLIAMO DI LEGGERE LEGGERE TUTTO L'ARTICOLO CON LE TABELLE SU TUTTI I PRINCIPALI MERCATI **DA PAG. 30 A PAG. 31**

Come ABBONARSI a Money Report

Cosa fare per accedere interamente a questo ultimo numero di Money Report? Puoi andare sul sito www.moneyreport.it nell'area **ABBONAMENTO** (dove troverai tutte le indicazioni per effettuare un bonifico o effettuare il pagamento anche telefonico o per fax) oppure fare immediatamente il pagamento con carta di credito cliccando all'indirizzo www.moneyreport.it/abbonamento_cc.php e scegliendo l'offerta annuale a Te riservata di 119 euro che comprende anche il libro in formato pdf "Bella la Borsa, peccato quando scende" di Salvatore Gaziano che ti sarà inviato via alla tua casella e-mail. E' possibile abbonarsi anche a soli tre numeri o a un solo numero di Money Report.

BANCA FIDEURAM AI RAGGI X

Convieni operare online con Banca Fideuram? Leggete il nostro articolo e scoprirete quanto vi costa e cosa vi offre Fideuramonline.

Con commissioni altissime per l'operatività online ci si chiede come i clienti di Banca Fideuram riescano a resistere alle sirene di operatori molto più a buon mercato. La piattaforma offre poco e a carissimo prezzo. E i pesci piccoli iniziano a guardare altrove...



PER MAGGIORI INFORMAZIONI TI CONSIGLIAMO DI LEGGERE TUTTO L'ARTICOLO

A PAG. 32

ETF, QUELLI CHE INVESTONO SUL AZIONI USA

Gli Etf che investono sulla borsa americana non sono tutti uguali. Dalle blue chips a stelle e strisce, ai titoli del Nasdaq alle small cap il catalogo è questo.

All'interno del mercato azionario statunitense vi sono Etf che investono solo su società a larga capitalizzazione, etf che investono sui titoli del Nasdaq, etf che investono sulle small cap, etf che adottano una modalità antiquata per scegliere i titoli su cui investire e etf che utilizzano metodologie quantitative. Le performance a fronte di strategie di investimento così differenti possono essere molto diverse.



PER MAGGIORI INFORMAZIONI TI CONSIGLIAMO DI LEGGERE TUTTO L'ARTICOLO

A PAG. 34

CONTI DEPOSITO, LA CARICA DEI BROKER ONLINE

Far fruttare la liquidità di cui si disponenon è un'impresa facile. I classici pronti contro termine bancari rendono lo 0,40% su base annua, i BOT lo 0,69%, i libretti postali lo 0,37%.

Scopri quanto possono rendere i conti di deposito se cerchi un parcheggio della tua liquidità. Tutte le offerte ai raggi x per far rendere al massimo il cash. Le offerte di conti di deposito sono numerose ma non sono tutte uguali. Ecco quelle che consigliamo...



PER MAGGIORI INFORMAZIONI TI CONSIGLIAMO DI LEGGERE TUTTO L'ARTICOLO

E LE TABELLE DA PAG. 37 A PAG. 38

E poi parliamo ancora di:

BANCO POPOLARE: LA NUOVA OBBLIGAZIONE CONVERTIBILE 2010-2014 È UNA POLPETTA AVELENATA?

(pagina 40)

LA EX LODI PROPONE IL BARATTO PER LE POLIZZE APHRODITE, MAGNOLIA ED AZALEA EMESSE DA UNIPOL SU TITOLI ISLANDESI. CHE FARE?

(pagina 40)

IL BOND SELEZIONATO QUESTO MESE RENDE IL 3,15% NETTO

(pagina 41)

FIAT ASPETTANDO CHE MARCHIONNE DIA I NUMERI

(pagina 43)

**SERVIZIO CLIENTI
NUMERO VERDE 800.03.15.88
abbonamenti@moneyreport.it**

**PER SOTTOSCRIVERE
ONLINE E REGISTRARSI GRATUITAMENTE
www.moneyreport.it**

moneyreport è un supplemento mensile a BORSA EXPERT, periodico registrato al Tribunale di Milano, numero 652 del 23 novembre 2001. Iscritto al R.O.C. n. 13382. DIRETTORE RESPONSABILE: Salvatore Gaziano EDITORE: Borsa Expert srl con sedi in Piazza Vetra, 21 - 20123 Milano. Per sottoscrivere il servizio visitate il sito www.moneyreport.it o contattate l'ufficio Abbonamenti al Numero Verde 800.03.15.88. E' fatto obbligo all'Utente conoscere tutte le Avvertenze pubblicate sul sito. Tutti i diritti riservati. E' severamente vietata qualsiasi riproduzione dei testi (e ogni abuso sarà punito) senza richiesta di preventiva autorizzazione.