

# RESILIENZA + OPZIONALITÀ

La filosofia di investimento di NZS Capital basata sul  
“complexity investing”

La versione integrale del documento su questa filosofia di investimento è disponibile su [nzscapital.com](http://nzscapital.com). NZS Capital e Jupiter Asset Management hanno avviato una partnership strategica nel dicembre 2019. Jupiter fornisce sostegno nella gestione operativa e dei rischi, oltre che la distribuzione mondiale esclusiva.

[jupiteram.com](http://jupiteram.com)

Per soli investitori professionali, non indicato per investitori retail.

  
**JUPITER**  
ASSET MANAGEMENT

# Gli eventi estremi sono normali: accettiamoli!

Le scienze comportamentali ci insegnano che gli esseri umani sono molto meno bravi di quanto pensino nel prevedere il futuro e, **in particolare, nel prevedere gli eventi estremi.**

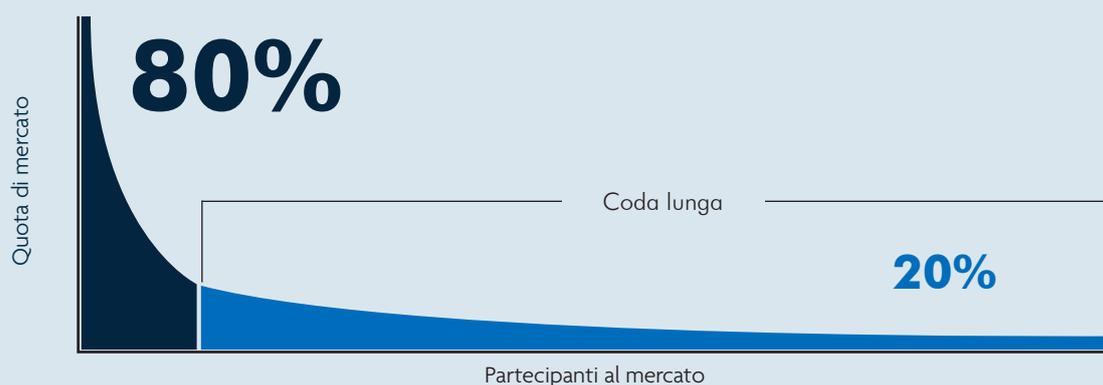
Le spiegazioni sono diverse e una di queste è che tendiamo a pensare al futuro in termini di curva a campana, con oltre il 99,7% dei risultati all'interno di un intervallo di tre deviazioni standard dal centro.

Le curve a campana sono uno strumento eccellente per fare previsioni nei sistemi in equilibrio, **ma pessimo per farle nei sistemi adattativi complessi come il mondo reale e i mercati finanziari.**

I sistemi complessi presentano proprietà emergenti e sono incredibilmente sensibili ai piccoli cambiamenti. Per questo motivo vengono meglio spiegati attraverso le **leggi di potenza.**

## FIGURA 1: LEGGI DI POTENZA

In un mondo di discontinuità, in pochi vincono quasi tutto. Le distribuzioni delle leggi di potenza prevalgono.



Una legge di potenza è una relazione matematica in cui la frequenza di un evento varia come esponente di alcune caratteristiche dell'evento stesso. Le leggi di potenza sono comuni nella natura e nelle reti. I terremoti ne sono un esempio: i terremoti di entità minore sono comuni, ma esistono anche quelli più catastrofici, sebbene non siamo in grado di prevedere con esattezza quando si verificheranno e quale sarà la loro portata.

La comprensione dei mercati finanziari in termini di leggi di potenza ci dice che gli eventi estremi non solo sono comuni, ma devono essere anticipati come la norma. La volatilità è spesso considerata come un rischio. Noi mettiamo in discussione questa presunta equivalenza. Nei sistemi complessi la volatilità porta a comportamenti emergenti che migliorano il sistema nel tempo.

Tenuto conto del comportamento delle leggi di potenza, proponiamo un nuovo quadro per l'allocazione del capitale che trascuri le previsioni troppo precise e pone l'accento su adattabilità, innovazione, effetti di rete e durata della crescita. Questo approccio mette in equilibrio resilienza e opzionalità per evitare le trappole dovute alle false credenze di un mondo normalmente distribuito.

Tutti i settori devono affrontare discontinuità.

Oggi, queste discontinuità interessano particolarmente la tecnologia. Ma è solo l'inizio.

In un mondo di discontinuità, in pochi vincono quasi tutto. Le distribuzioni delle leggi di potenza prevalgono.

Per investire in un mondo plasmato dalla discontinuità è necessario un nuovo approccio. Un nuovo quadro di investimento.

## Resilienza e Opzionalità

Accettiamo la volatilità e ci concentriamo sull'allocazione di capitale in società in grado di prosperare in contesti complessi. Per riuscirci le società devono possedere due caratteristiche che descriviamo come **“resilienza” e “opzionalità”**.

La ricerca dell'equilibrio tra resilienza e opzionalità ci permette di rimanere agnostici circa le diverse traiettorie che potrebbe prendere il futuro.

Poiché le nostre previsioni riguardano il futuro, queste sono ampie (“il cloud computing sarà un settore molto più vasto tra cinque anni rispetto ad oggi”) anziché specifiche (“la società X aumenterà il proprio fatturato del 15% nel prossimo trimestre”).



**Impariamo dalle formiche, sono più pigre di quanto si pensi**

La ricerca incessante della produttività a scapito della resilienza è stata la filosofia aziendale predominante per decenni. Pensate alle scorte “Just in Time” quando gli shock creano discontinuità nella filiera.

Le formiche sono spesso considerate come il simbolo dell'operosità e della diligenza nel regno animale, eppure la sorprendente verità è che la maggior parte del tempo metà della colonia sta semplicemente seduta a non fare nulla! Un consulente avrebbe molto da dire: non si tratta di un enorme spreco di risorse? Di fatto, le formiche si sono adattate per essere resilienti agli eventi estremi. Se un'inondazione improvvisa uccide le formiche esploratrici o se un animale danneggia parte della colonia, ci sono comunque moltissime formiche di riserva in grado di mettere in atto una ripresa. Le formiche sono sopravvissute per milioni di anni SENZA sacrificare la resilienza a vantaggio della produttività.

Applicando questo ragionamento al mondo aziendale, le società resilienti sono quelle che sono meno concentrate sulla massimizzazione dei rendimenti a breve termine e più focalizzate sulla capacità di adattarsi e di evolvere in contesti mutevoli, superando e addirittura capitalizzando gli eventi estremi.

Opzionalità è un termine che indica un grande guadagno potenziale derivante da un investimento relativamente piccolo. In pratica, si tratta del modo in cui le leggi di potenza menzionate in precedenza possono agire a nostro favore. Le leggi di potenza non sono un segreto per i venture capitalist, i quali sanno che parecchi dei loro investimenti non produrranno alcun valore ma che basta detenere un numero ridotto di vincitori per avere un portafoglio di successo.

Nel caso di start-up e società disruptive, l'incertezza può essere troppo grande per essere sicuri dei risultati di investimenti specifici. Tuttavia, detenere un numero elevato di società dotate di un alto grado di opzionalità può generare diversi perdenti e alcuni grossi vincitori.

## Lo zen e l'arte della gestione di portafoglio

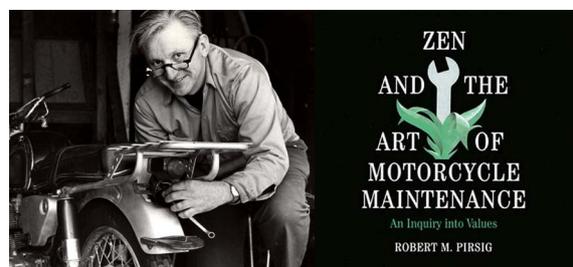
### QUALITÀ, CRESCITA E CONTESTO

Abbiamo a disposizione diversi strumenti chiave per valutare le società e le tendenze in grado di sopravvivere e svilupparsi in un sistema complesso, e permetterci così di raggiungere nei nostri portafogli un equilibrio ottimale tra resilienza e opzionalità. Le caratteristiche che ricerchiamo si concentrano in tre aree: **qualità, crescita e contesto**.

### LA QUALITÀ: IMMEDIATAMENTE RICONOSCIBILE

“Quello che io intendo (e che chiunque altro intende) con la parola “qualità” non può essere suddiviso in soggetti e predicati. E questo non perché la qualità sia tanto astrusa, ma perché è così semplice, immediata e diretta”.

Così scriveva Robert M. Pirsig nel suo libro *“Lo zen e l'arte della manutenzione della motocicletta”*, e questa filosofia riassume la nostra visione della qualità nella valutazione delle società. Per noi l'essenza di una società di qualità dipende dal suo team di gestione e dalla sua struttura.



Visione di lungo periodo e adattabilità sono le due facce della stessa medaglia, poiché spesso un'azienda di successo è quella che raggiunge un equilibrio tra la concentrazione su ciò che NON cambierà per la propria attività e la forte capacità di anticipare l'evoluzione delle esigenze dei clienti. È qualcosa che i migliori team di gestione capiscono intuitivamente.

**Amiamo trovare società che combinano resilienza e opzionalità.** Avranno molto probabilmente determinati prodotti o servizi che possono essere ottimizzati in un'ottica di resilienza e queste unità operative generatrici di liquidità elevate e di ricavi ricorrenti dovrebbero essere sfruttate per finanziare una serie di investimenti di opzionalità nelle competenze core o adiacenti dell'azienda.

## IN CERCA DI UNA CRESCITA A SOMMA POSITIVA

In un mondo complesso e sempre più interdipendente, la soluzione migliore per tutti i partecipanti è prendere decisioni che creino scenari a "somma positiva" (non-zero-sum, NZS), situazioni vantaggiose (win-win) per tutti che offrano alle parti un beneficio che non avrebbero se fossero rimaste fuori dalla transazione.

Una società che gestisce una piattaforma focalizzata sulla creazione di valore per tutti i partecipanti, inclusa se stessa, crea grandi quantità di NZS. La situazione win-win ottimale si ottiene quando la piattaforma crea più valore per l'ecosistema di quanto non faccia per le casse della società stessa. Le società "disruptive" in grandi mercati consolidati possono farlo offrendo a tutti i partecipanti una NZS superiore a quella offerta dagli operatori classici, cambiando le regole del gioco. La NZS va ben oltre l'ESG. La NZS tiene conto di clienti, collaboratori, società, ambiente e investitori.

### Durata della crescita

Nell'analizzare la crescita di una società diamo più importanza alla durata rispetto alla rapidità. Un ritmo di crescita rapido è certo interessante, ma può essere estremamente pericoloso per la salute di una società nel lungo periodo. Riteniamo invece che una crescita lenta e duratura sia ciò che i mercati sottovalutano di continuo.

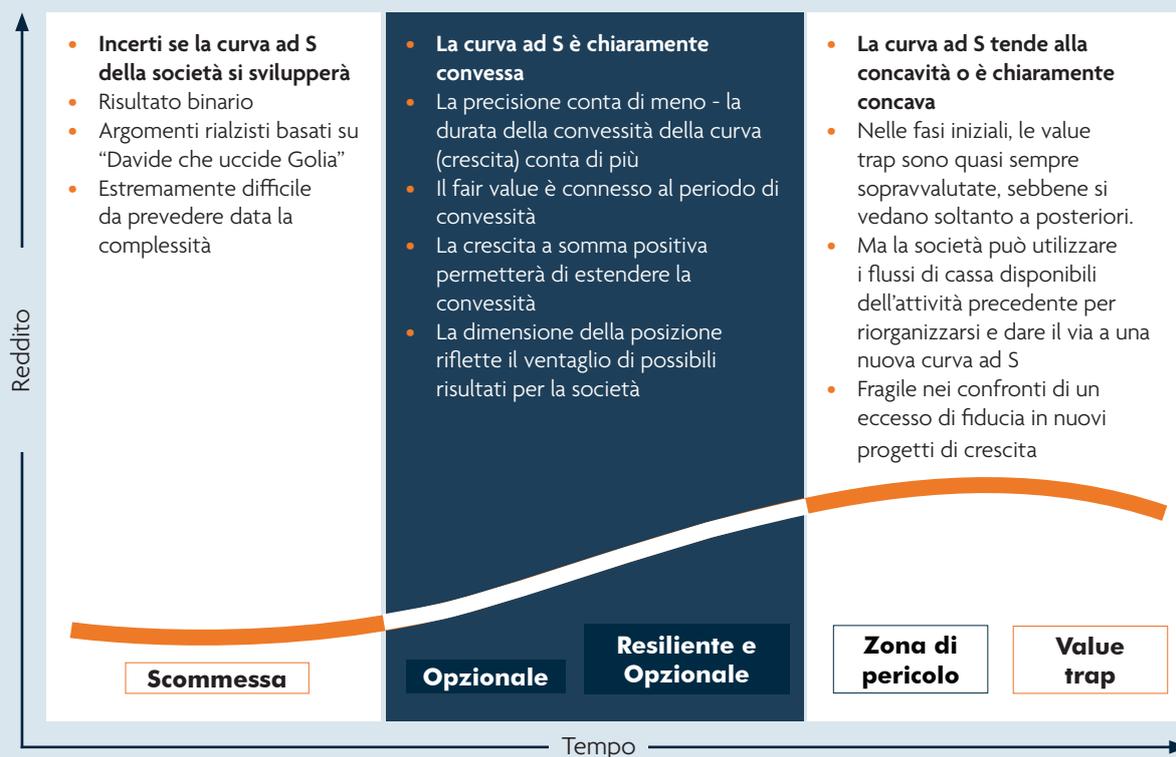
### FIGURA 2: LA CRESCITA TENDE A SEGUIRE UNA CURVA AD S.

In un mondo di stravolgimenti,  
prevalgono solo pochi vincitori.



Inoltre, quando valutiamo in che punto della curva ad S della crescita si trova una società, dobbiamo tenere conto della valutazione di mercato e delle previsioni che questa valutazione ci fa fare per il futuro. È importante soffermarsi sulle fragilità di queste previsioni.

**FIGURA 3: CURVA AD S**



## IL CONTESTO: CAPIRE IL CAMBIAMENTO

Nel selezionare gli investimenti evitiamo che il portafoglio complessivo sia fragile nei confronti di una particolare visione del futuro. Questo contesto è essenziale perché neanche i migliori management saranno in grado di far salire le vendite dei frustini per cavalli in un mondo in cui i veicoli a motore stanno prendendo il sopravvento.

Per questo motivo gran parte della nostra ricerca è diretta a capire cosa succede all'interno degli ecosistemi nei quali investiamo. Come Amazon, ci sforziamo di determinare quali saranno i cambiamenti e cosa invece NON cambierà.

Si tratta del tipo di previsioni ampie di cui abbiamo parlato in precedenza. Ma il resto del mercato continua a fare previsioni costantemente, e ciò si riflette nella valutazione delle azioni. Valutazioni più elevate necessitano di previsioni più precise e offrono molteplici possibilità di perdere e solo ridotte occasioni di vincere. In questi casi anche se la società ha essa stessa un'attività soggiacente resiliente, il corso delle sue azioni potrebbe essere molto fragile e rischiare di deludere Wall Street.

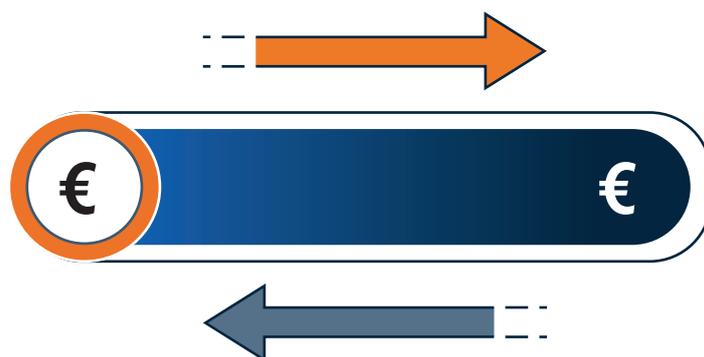


Amazon è l'esempio perfetto di riflessione e adattabilità a lungo termine. È un'impresa altamente sperimentale che reagisce rapidamente all'evoluzione delle tendenze, ma il suo business model è fondato su una verità costante nel tempo: qualsiasi siano i cambiamenti in atto nel mondo, le persone vorranno sempre prodotti più convenienti, una scelta più ampia e consegne più rapide.

## Una nuova dimensione per i vantaggi competitivi

Un aspetto importante del soffermarsi sulle caratteristiche di resilienza e opzionalità delle società è che ciò fa emergere **un nuovo modo di considerare i vantaggi competitivi**. Tradizionalmente questi sono definiti come barriere strutturali all'ingresso ("moats", ossia "fossati"), ma nel mondo moderno noi le consideriamo come anacronistiche, un'eredità di un'epoca in cui l'informazione non circolava liberamente.

Tra pochi anni la maggior parte della popolazione mondiale avrà accesso a uno smartphone e avrà a portata di mano informazioni provenienti dal mondo intero. Nell'era dell'informazione istantanea e completa, i "moats" artificiali come quelli descritti dal modello delle **5 forze di Porter diventano vulnerabilità paralizzanti e, in quanto tali, vengono distrutti uno dopo l'altro**. Le società che hanno una fiducia eccessiva nei loro vantaggi competitivi sono quelle più esposte agli stravolgimenti, perché non vedono che i bisogni del mercato evolvono. L'antidoto a questa situazione è l'innovazione e le società devono concentrarsi interamente sull'innovazione e l'adattamento costanti, rivoluzionando i loro prodotti core e non limitandosi a mantenerli.



Tradizionalmente l'alto livello dei costi legati al cambiamento è considerato come una barriera alla disruption da sostituzione, ma oggi poiché quasi tutti prodotti e servizi dipendono sempre più dall'informazione, **i costi sono ampiamente in calo**. Al contrario, una società moderna e di successo dovrebbe sostenere questi costi, bassi o nulli, legati al cambiamento e compensarli offrendo un valore crescente ai clienti.

# Costruire un portafoglio in un mondo complesso

Nelle pagine precedenti abbiamo presentato quelle che riteniamo essere le caratteristiche vincenti delle società che affrontano le discontinuità dovute al passaggio dall'analogico al digitale. Individuare queste società rappresenta naturalmente solo una parte di tutto il processo, e il nostro obiettivo è quello di costruire, seguendo un approccio ragionato, un portafoglio adattabile. In un mondo complesso è pericoloso basare le decisioni di investimento su previsioni troppo precise degli eventi futuri. Al contrario, noi concentriamo le nostre decisioni di allocazione del capitale sull'equilibrio tra la resilienza e l'opzionalità.

## USARE UN BILANCIERE PER ELIMINARE LA VIA DI MEZZO



Un portafoglio che equilibra resilienza e opzionalità è un bilanciato con la maggior parte del peso in società che combinano resilienza e opzionalità, e il resto in una selezione diversificata di piccoli investimenti che massimizzano l'opzionalità.

Un aspetto molto importante di questa strategia è l'eliminazione delle posizioni "di mezzo", che stando alla nostra esperienza hanno maggiori probabilità di performare in linea col mercato e sottrarre alfa potenziale a lungo termine.

Poiché questa strategia non punta a ottimizzare il profilo rischio/rendimento, essa ci permette di non cadere in bias cognitivi che possono erodere notevolmente le performance a lungo termine.

## ATTENUARE GLI ERRORI DI COMPORTAMENTO

**Allungare la coda del portafoglio:** l'"effetto dotazione" è la convinzione involontaria ed errata che un bene in nostro possesso abbia più valore di qualcosa che non possediamo.

**Ridurre i titoli di opzionalità:** manteniamo le posizioni di pura opzionalità al di sotto di una soglia di ponderazione massima e raccogliamo gli extra rendimenti quando aumentano di valore. Per via del loro notevole potenziale di rialzo, le posizioni di opzionalità deviano spesso verso la cima del portafoglio. Se la visione del gestore sul futuro non è corretta, ciò può trasformarsi in un errore fatale. La dimensione delle posizioni è sempre adattata al ventaglio di risultati possibili.

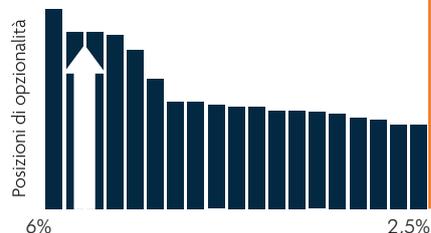
**Valutazione attenta del rischio d'impresa:** mantenendo una discussione aperta e onesta sui rischi d'impresa dei titoli di resilienza, diventa più facile per noi valutare le azioni che potrebbero diventare delle value trap. In questo senso, il comportamento più pericoloso per un investitore è forse quello di confondere impegno e convinzione, e ciò può condurre a errori di comportamento come il bias di conferma o il fatto di raddoppiare un investimento quando bisognerebbe invece piuttosto abbandonarlo.

## FIGURA 4: COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

Creare un portafoglio che offra resilienza e opzionalità.

### La resilienza prima di tutto

- Posizioni meno numerose ma più ampie in società che si adattano molto bene alla disruption
- Livelli elevati di qualità, crescita e contesto
- Società growth con NZS positiva, di lunga durata



Eliminare tutto quello che c'è in mezzo  
che non sia né resiliente né opzionale

### Posizioni di opzionalità

- Posizioni più piccole in società che offrono un ampio ventaglio di risultati potenziali
- Le posizioni possono crescere se il ventaglio di risultati si riduce. Qualche posizione diventa resiliente
- Le valutazioni sono meno pertinenti, il potenziale di rialzo è difficile da quantificare



## NON LIMITARTI A FARE QUALCOSA... RIFLETTICI SU!

La consapevolezza è l'atto rigoroso di prestare attenzione. Fare semplicemente attenzione sembra semplice, ma milioni di anni di evoluzione fanno sì che il nostro cervello ci remi contro, in questo mondo moderno dal ritmo sfrenato e dalle elevate poste in gioco, che ci bombarda di stimoli.

Siamo convinti che questo quadro che si basa sulla ricerca della resilienza e dell'opzionalità attraverso la qualità, la crescita e il contesto possa contribuire ad immunizzarci contro bias pericolosi. Allocchiamo il nostro tempo - la nostra energia mentale - come allocchiamo il capitale, lasciandoci lo spazio necessario per riflettere senza distrazioni.

I sistemi complessi dovrebbero insegnarci a smettere di voler prevedere esiti precisi, ad accettare gli eventi estremi come la norma e a concentrarci esclusivamente su ciò che offre resilienza o opzionalità. I punti di partenza sono importanti! Integrando la filosofia del Complexity Investing, scopriamo un modo molto diverso di allocare il capitale. Riteniamo che questo quadro sia quello più adeguato per aiutare i clienti a soddisfare i loro obiettivi di investimento a fronte di un'ampia varietà di esiti futuri in un mondo sempre più discontinuo.

Per saperne di più sul Complexity Investing, ti invitiamo a scaricare il documento da [www.nzscapital.com/news/complexity](http://www.nzscapital.com/news/complexity). **Il team di NZS Capital sarà lieto di condividere ulteriori riflessioni e idee con gli investitori che hanno la stessa visione.**

Questo documento è destinato ai professionisti dell'investimento e non è ad uso o beneficio degli investitori retail. I movimenti del mercato e dei tassi di cambio possono far diminuire o aumentare il valore di un investimento e l'investitore potrebbe non recuperare il capitale investito. Le opinioni e i dati forniti non devono essere interpretati come una consulenza di investimento. Viene fatto tutto il possibile per far sì che le informazioni fornite siano accurate, ma non viene fornita alcuna assicurazione o garanzia.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Gli esempi di società sono presentati a scopo esclusivamente illustrativo e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o vendita. I rendimenti citati non sono garantiti e possono cambiare in futuro. I premi e i rating non devono essere considerati come una raccomandazione.

Per la vostra sicurezza potremmo registrare o monitorare le chiamate telefoniche in maniera aleatoria.

Pubblicato da Jupiter Asset Management (JAM) sede legale: The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, Londra, SW1E 6SQ, autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority.

Nessuna parte di questo documento può essere in alcun modo riprodotta senza la previa autorizzazione di JAM.

