



# Guida al processo di investimento

Breviario di Finanza Personale

Luca Lodi e Francesca Sivero

**FIDA**  
Finanza Dati Analisi

## Introduzione

La breve guida che segue racchiude un lavoro di redazione svolto in FIDAmind<sup>1</sup> a fini formativi e divulgativi, pubblicato in puntate mensili durante il concorso Top Advisor.

Lungi dal voler essere esaustivo, il percorso di investimento illustrato in maniera (speriamo) semplice ed efficace, rappresenta uno strumento per comprendere i concetti fondamentali della selezione di portafoglio.

In 5 passi e poco meno di 20 pagine, si attraversano i principali interrogativi che l'investitore deve porsi e le metodologie più comuni per affrontarli in maniera adeguata.

Il focus, a volte implicito, è rivolto alle strategie di medio-lungo periodo implicando pertanto approfondimenti sul mondo del risparmio gestito che proprio a quella tipologia di esigenze si rivolge.

30/06/2016

*Luca Lodi*  
*Head of R&D*

---

<sup>1</sup> FIDAmind è la divisione FIDA che svolge le attività del gruppo nell'ambito della formazione e della ricerca.

## Sommario

1.	Gli obiettivi.....	3
2.	Rischio e rendimento .....	5
2.1	Il rendimento.....	5
2.2	Il rischio.....	6
2.3	RAPM.....	6
3.	La scelta delle asset class.....	9
3.1	Le macro asset class.....	9
3.2	Gli stili d’investimento.....	10
4.	L’asset allocation.....	13
5.	Il picking.....	16

## IL PROCESSO DI INVESTIMENTO

Nonostante sia particolarmente difficile sintetizzare l’estrema varietà degli approcci e delle esigenze che fanno riferimento alla gestione degli investimenti, vi sono una serie di punti cardine che insieme possono costituire una mappa di riferimento e guidare il ragionamento lungo un percorso organico e completo.

Gli **obiettivi** sono senza dubbio il punto di partenza, spesso ignorato, dal quale dipendono tutte le scelte successive. Il rischio ed il rendimento rappresentano i parametri che oltre alla comprensione tecnica, meritano una riflessione aggiuntiva per comprenderne il legami con i propri obiettivi ed il significato in termini di performance degli investimenti.

**L’asset allocation**, cioè la distribuzione dei titoli in portafoglio tra macrocategorie omogenee di strumenti, offre oggi molte opportunità ma è parimenti complicata dall’ampia e variegata offerta di prodotti. Conoscerne le caratteristiche ed utilizzare strumenti adeguati come i sistemi di classificazione è ormai una necessità.

La scelta dei titoli, il cosiddetto **picking**, almeno seguendo l’approccio top-down tipico degli investitori di medio-lungo termine, è solo l’ultimo passo a differenza di quanto spesso avviene tra gli investitori meno esperti

## 1. Gli obiettivi

“In cosa investo?” è una domanda comune nel momento di creare il proprio portafoglio. Non tutti probabilmente hanno una risposta pronta e soprattutto corretta, poiché il processo d’investimento è un percorso lungo e articolato volto ad ottimizzare l’allocazione del capitale in maniera coerente con le proprie caratteristiche, attitudini e aspettative.

Il processo di investimento parte proprio con la definizione degli obiettivi, procede poi con l’analisi dell’universo investibile e la scelta delle asset class più idonee a conseguirli, e si conclude con il picking, la selezione degli strumenti da inserire in portafoglio. **Il punto di partenza** del percorso descritto è pertanto determinante, poiché da esso dipendono tutte le scelte successive. E’, questo, un aspetto non sempre pienamente compreso: non tutti gli investitori hanno gli stessi obiettivi e di conseguenza anche i portafogli che loro si addicono sono differenti.

Le finalità di un portafoglio possono essere molteplici ma possono essere ricondotte alle prospettive di rischio e rendimento cui fanno riferimento le aspettative dell’investitore. **Il risparmiatore** ragiona in ottica di conservazione, puntando alla protezione del capitale con strategie di tipo difensivo, ad esempio con un’importante componente obbligazionaria nel portafoglio. **L’investitore** ha lo scopo di accrescere il proprio patrimonio attraverso la ricerca di rendimenti più importanti senza sottoporsi a rischi tali da compromettere il proprio capitale. L’approccio dello **speculatore**, infine, è la massimizzazione della performance, puntando ad esempio a trarre vantaggio da particolari condizioni di mercato o attraverso un’asset allocation particolarmente aggressiva.

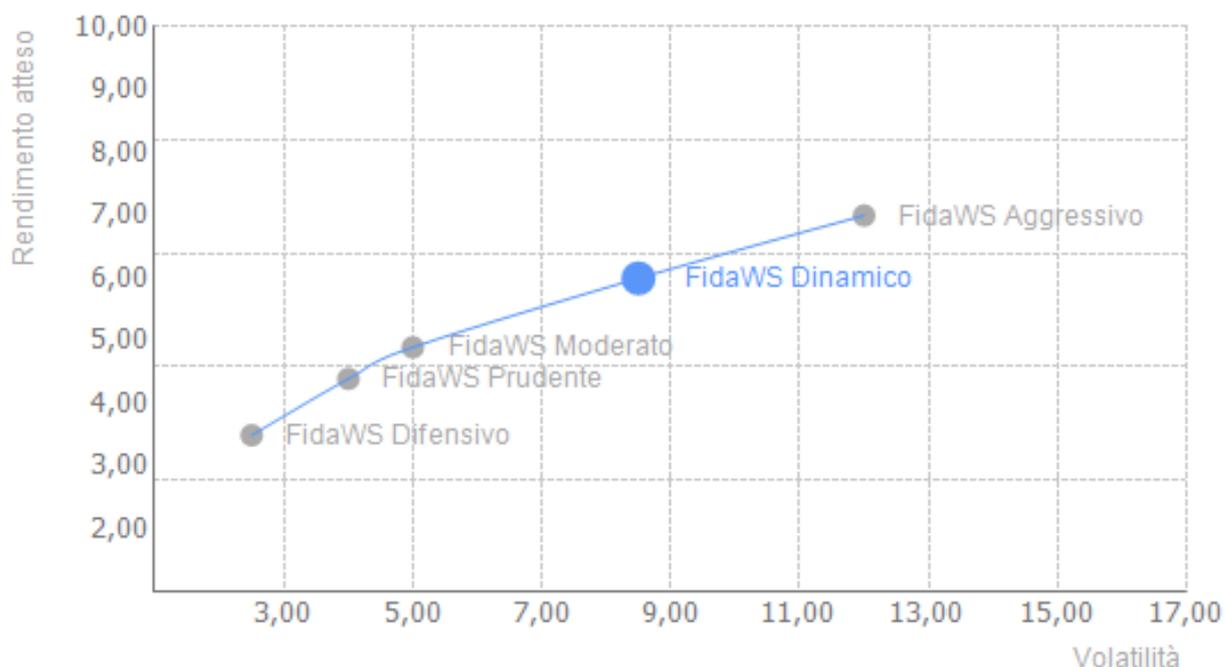
Tra i principali fattori che contribuiscono a determinare gli obiettivi di investimento, uno dei più importanti è **l’orizzonte temporale**, ossia il periodo di tempo desiderato di detenzione degli strumenti finanziari. Le caratteristiche del portafoglio devono riflettere tali esigenze sia in termini di liquidabilità, che in termini di perdite potenziali in caso di movimenti avversi del mercato.

Le **disponibilità economiche** giocano un ruolo parimenti fondamentale. Più elevate esse sono e più contenuti si presentano gli impegni finanziari futuri, minore è la necessità potenziale di attingere agli investimenti o la difficoltà a subirne le eventuali perdite.

La **propensione al rischio**, pur non così facile da determinare, è un altro elemento chiave che concorre a definire le finalità dell’investimento. Tale misura indica la disponibilità soggettiva ad esporsi a possibili perdite per ottenere rendimenti più elevati. Rappresenta l’atteggiamento dell’investitore di fronte ad eventi avversi che determinano performance negative del suo portafoglio.

Lo schema illustrato ripercorre proprio quello prescritto dalla Mifid per la valutazione di adeguatezza nei servizi di consulenza. La definizione di obiettivi che tengano conto degli aspetti descritti è una best practice per coloro che realizzano un investimento, un approccio che ruota intorno alla pianificazione finanziaria e che rappresenta un importante valore aggiunto per gli investitori e per il servizio che offrono i professionisti del settore.

Nell'ambito della definizione degli obiettivi trova posto anche la rischiosità relativa, forse più tipica dell'atteggiamento mentale dei gestori, che deriva dall'utilizzo dei benchmark come strumento di rappresentazione delle caratteristiche degli strumenti del risparmio gestito. Misure come la tracking error volatility permettono di valutare non già la volatilità dei rendimenti assoluti ma quella dei rendimenti differenziali, mostrando quanto un portafoglio sia riuscito a "replicare" l'andamento del benchmark. Lo scopo dei gestori è spesso quello di ottenere extrarendimenti in modo costante, ovvero contenendone la volatilità.



**Figura 1** profili di rendimento-rischio. Fonte FidaWorkstation

## 2. Rischio e rendimento

Come illustrato, la definizione degli obiettivi finanziari è il primo step del processo di investimento ed implica la comprensione delle esigenze dell'investitore. Le principali variabili che le determinano possono essere riassunte in aspettative di rendimento e propensione al rischio.

Il rendimento esprime la redditività dell'investimento nelle sue varie forme, il rischio misura la possibilità che i risultati realizzati si discostino da quelli attesi permettendo di quantificare le eventuali perdite del patrimonio a causa dell'andamento avverso del mercato.

### 2.1 Il rendimento

Rappresenta l'elemento fondamentale nel processo di valutazione e può essere calcolato seguendo differenti approcci che mettono in evidenza le performance da diversi punti di vista.

Nell'ambito del risparmio gestito sono due gli indicatori maggiormente utilizzati, a seconda di come si voglia tenere conto delle variazioni del capitale investito, ovvero dei prelievi e dei conferimenti effettuati nel periodo di calcolo. L'**MWRR (Money Weighted Rate of Return)** consente di calcolare la performance del portafoglio prendendo in considerazione il fattore temporale e quantitativo di tutti i flussi, positivi e negativi, intervenuti sul capitale iniziale. Il **TWRR (Time Weighted Rate of Return)**, che rappresenta il rendimento che otterrebbe un portafoglio in assenza di prelievi e conferimenti, è più comunemente utilizzato per stimare la correttezza delle scelte di investimento.

La valutazione delle obbligazioni si basa sul tasso di rendimento a scadenza, cosiddetto *Yield-to-maturity*<sup>2</sup>, il rendimento costante in regime di capitalizzazione composta che un bond assicura se tenuto fino alla data di scadenza. In questo ambito assume talvolta importanza il regime di capitalizzazione: può essere semplice, se gli interessi non si considerano reinvestiti, tipicamente per gli strumenti a breve scadenza, o composto, se gli interessi maturati in ogni periodo entrano a far parte del capitale su cui vengono calcolati gli interessi del periodo successivo.

Tra le principali variabili chiave, oltre alla metodologia di calcolo, è fondamentale l'intervallo di tempo su cui i rendimenti sono calcolati. Limitandosi alla prassi più diffusa si distinguono i rendimenti giornalieri, mensili e annuali. La scelta della frequenza di calcolo dipende dall'orizzonte temporale dell'analisi e dagli obiettivi finanziari. Per la valutazione dei fondi, ad esempio, dati annuali e mensili sono generalmente considerati sufficientemente significativi.

---

<sup>2</sup> Formalmente, data la serie di cash-flow  $\{C_i\}_{i=1}^N$  rilasciati rispettivamente ai tempi  $t_1, t_2, \dots, t_N$  e dato il prezzo  $p_0$  dell'obbligazione al tempo  $t_0$ , lo yield-to-maturity dell'obbligazione corrisponde al tasso  $y \in \mathbb{R}$  tale che  $\sum_{i=1}^N C_i (1+y)^{-(t_i-t_0)} = p_0$  in caso di regime di capitalizzazione composta ( $\sum_{i=1}^N C_i e^{-y(t_i-t_0)} = p_0$  in caso di regime di capitalizzazione continua).

## 2.2 Il rischio

La selezione delle attività finanziarie più adeguate ad un determinato profilo di investimento non può prescindere dalla stima del fattore rischio.

Nella sua concezione più tradizionale consiste nella variabilità dei rendimenti intorno alla propria media ed è misurabile attraverso la classica **Deviazione Standard**.

Di derivazione bancaria e diffuso come parametro di riferimento per i fondi Total Return è il **VAR** (*Value at Risk*), misura statistica che indica la perdita massima che potrebbe verificarsi in un preciso orizzonte temporale, generalmente il giorno o il mese. Rappresenta, anche intuitivamente, le conseguenze che l'investitore può attendersi nel "peggiore" dei casi, in un certo ambito di probabilità, detto livello di confidenza statistica, generalmente 99% o 95%. A livello di interpretazione quest'ultimo indica che la perdita risultante è quella massima con riferimento esclusivo a quella percentuale di casi, escludendo cioè l'1% o il 5% di casi ancora peggiori.

Un ulteriore parametro abbastanza noto è il **Downside Risk**, simile alla Deviazione Standard, che si concentra solo sulla volatilità negativa, cioè sugli scostamenti negativi dei rendimenti rispetto a un valore di riferimento (ad esempio la loro media, il tasso di rendimento privo di rischio o un mini). Universalmente riconosciuto è poi il coefficiente **beta**, introdotto dal noto modello CAPM, e che mostra la relazione esistente tra il rendimento di un titolo e quello del relativo mercato di riferimento.

Tra i molteplici altri indicatori di rischio uno in particolare merita menzione in quanto anch'esso molto diffuso e significativo: il **Maximum Draw Down**. Originariamente utilizzato dai trader per valutare i propri sistemi, indica la massima perdita realizzata in tutta la sua storia disponibile o in un determinato periodo temporale. In maniera diretta e sperimentale mostra cioè quale sia stato il peggior risultato generato nel passato e che presumibilmente potrebbe verificarsi nuovamente nel futuro.

## 2.3 RAPM

Gli indicatori illustrati permettono di valutare in modo distinto e separato rendimento e rischio, sebbene molto spesso si ricorra alle cosiddette **RAPM** (*Risk Adjusted Performance Measures*), ovvero misure di rendimento corrette per il rischio. Indicatori sintetici di questo tipo sono molto utili per esaminare le performance senza sottovalutare il costo in termini di rischio che hanno comportato.

Tra i più conosciuti vi è senz'altro l'indice di **Sharpe**<sup>3</sup>, proposto dall'omonimo premio nobel, che misura il rapporto tra il valore atteso dell'extra-rendimento (stimato dalla media aritmetica), cioè la performance al netto del rendimento privo di rischio, e la volatilità. Nel risparmio gestito, ambito per il quale è stato ideato, valori elevati del parametro corrispondono alla capacità da parte del gestore di ottimizzare il rapporto rendimento-

---

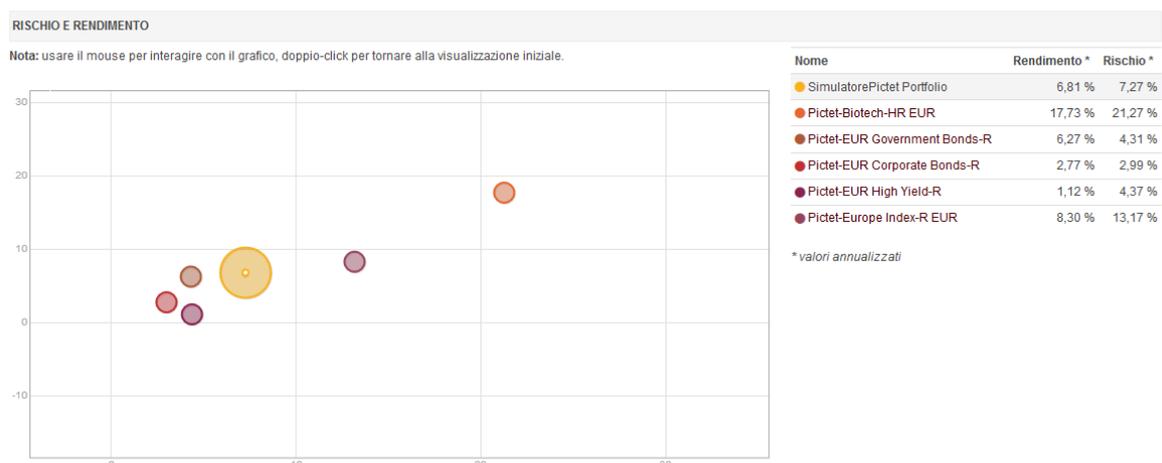
<sup>3</sup> Formalmente, lo Sharpe ratio è definito come  $SR = (E[R] - R_f) / \sqrt{Var(R)}$ , dove  $R$  è il rendimento dell'asset/portafoglio (variabile aleatoria) e  $R_f$  è il risk-free rate (costante).

rischio. Nello specifico indica quanti punti di performance aggiuntiva sono stati ottenuti per ogni punto di volatilità subita.

Molto simile è l'indice di **Sortino**<sup>4</sup>, che si differenzia per l'utilizzo del downside risk invece della standard deviation come denominatore.

Quando il processo di valutazione implica il confronto con un benchmark, l'indicatore per eccellenza è l'**Information Ratio**<sup>5</sup>, rapporto che pone al numeratore il valore atteso del differenziale di rendimento (tra quello di portafoglio e quello del benchmark) ed al denominatore la TEV (*Tracking Error Volatility*), ovvero la volatilità degli extra-rendimenti (rispetto al benchmark si intende). Un Information Ratio elevato segnala la capacità di sovraperformare il benchmark e allo stesso tempo minimizzare la variabilità rispetto ad esso.

Periodo	Rendimento	Volatilità	Downside risk	Sharpe	Sortino	Draw down
Da inizio anno	2,91 %	8,44 %	6,39 %	0,44	0,60	10,27 %
1 anno	4,78 %	8,48 %	6,35 %	0,45	0,62	10,27 %
Periodo selezionato	14,30 %	7,27 %	4,77 %	0,81	1,30	10,27 %



**Figura 2** Misure di rischio e rendimento di un portafoglio modello. Fonte: FidaWorkstation

La centralità dei due concetti complementari, rischio e rendimento, è ormai patrimonio condiviso della teoria di portafoglio da quando ormai oltre 50 anni fa il poi nobel Markowitz

<sup>4</sup> Formalmente, l'indice di Sortino è definito come  $Sortino = \frac{(\mathbb{E}[R] - R_f)}{\sqrt{\mathbb{E}[(R - \mathbb{E}[R])^2 \mathbb{I}_{\{R \leq \mathbb{E}[R]\}}]}}$ , dove  $R$  è il rendimento dell'asset/portafoglio (variabile aleatoria) e  $R_f$  è il risk-free rate (costante). Da notare che il denominatore rappresenta una delle possibili definizioni del downside risk.

<sup>5</sup> Formalmente, l'Information ratio è definito come  $IR = \frac{(\mathbb{E}[R - R_b])}{\sqrt{Var(R - R_b)}}$ , dove  $R$  e  $R_b$  sono il rendimento dell'asset/portafoglio e il rendimento del benchmark rispettivamente (variabili aleatorie).

introdusse la teoria moderna del portafoglio (**MPT**), ancora oggi la base di svariate metodologie di asset allocation. Uno dei concetti fondamentali su cui essa poggia e che ne costituisce un'ipotesi di partenza è proprio la possibilità di sintetizzare le preferenze degli investitori con due soli parametri, appunto il rischio ed il rendimento. Il principio cardine che ne consegue, ancora più importante, è che la combinazione opportuna dei titoli in portafoglio ne possono ridurre il rischio a parità di rendimento, la cosiddetta diversificazione.

Il successivo e altrettanto classico modello, il **CAPM** (*Capital Asset Pricing Model*) compie un ulteriore passo avanti illustrando come il rendimento di un'attività finanziaria dipenda da due fattori di rischio, uno sistematico non diversificabile, collegabile al mercato di riferimento e al citato e conosciutissimo beta, e uno specifico diversificabile con un'opportuna selezione di portafoglio. Il rendimento di un'attività finanziaria dipende da quello di mercato attraverso il beta che assume la funzione di moltiplicatore. Questa relazione mette ancora una volta in evidenza come investimenti con rendimenti potenziali maggiori corrispondano a rischi altrettanto elevati.

Nonostante la teoria sia evoluta ulteriormente non sono mutati i punti di riferimento. Il **rischio ed il rendimento** rimangono elementi cardine, capaci di focalizzare gli obiettivi di investimento e di valutare le opportunità alternative.

## 3. La scelta delle asset class

### 3.1 Le macro asset class

Un'altra delle prime fasi del processo di investimento, chiariti gli obiettivi e le relazioni tra rischio e rendimento, è la definizione dell'universo all'interno del quale scegliere gli strumenti finanziari e uno schema di riferimento per comprenderne le caratteristiche.

La **definizione delle asset class** è la metodologia più comunemente utilizzata per dare un ordine alla ricchissima gamma di strumenti finanziari che gli investitori, anche privati, hanno a disposizione grazie all'evoluzione avvenuta nel mondo della finanza ed in particolare del risparmio gestito.

Le caratteristiche che differenziano gli strumenti sui quali è possibile investire sono molteplici e permettono di raggrupparli secondo diverse logiche e punti di vista, a seconda degli obiettivi e delle metodologie di analisi ritenute più valide. Un elenco, pur non esaustivo, potrebbe comprendere ad esempio l'area geografica di riferimento, l'esposizione valutaria, la duration ed il rating (per i bond), le strategie operative (per i fondi), lo style (per le azioni), il settore e tanti altri aspetti più o meno significativi.

Le asset class sono insiemi di titoli che presentano caratteristiche omogenee e sono costruite per guidare le scelte di investimento o per rappresentare in maniera sintetica la composizione di portafoglio. Dal punto di vista operativo sono prevalentemente utilizzate nelle metodologie di selezione di tipo top down che, partendo da scelte generali, giungono per passi successivi alla scelta dei singoli strumenti.

Come detto, essendo molteplici i punti di vista e le caratteristiche distintive dei titoli, lo possono essere altrettanto le tipologie di asset class. Cionondimeno, almeno per le macro asset class più generali, come primo passo, si fa comunemente riferimento alla **forma di finanziamento** che l'investimento implica. Si distinguono, così, la classe azionaria, la classe obbligazionaria e quella monetaria, facendo riferimento rispettivamente al capitale di rischio, a quello di debito ed alla liquidità.

Questa distinzione pur ancora molto grossolana, mantiene un'importanza fondamentale poiché tipicamente gli strumenti delle diverse asset class così costruite si distinguono in maniera netta sia dal punto di vista del rischio che del rendimento, mostrando una strutturale bassa correlazione.

La classe **monetaria** si riferisce all'insieme di fondi, titoli, strumenti finanziari con caratteristiche di tipo monetario, cioè assimilabili ad impieghi a brevissimo termine, a basso rischio e ad alto grado di liquidabilità. Rappresenta la parte del portafoglio dedicata alla protezione del capitale e per questo motivo generalmente espressa nella valuta domestica. Il rendimento che assicura è molto contenuto ma costantemente positivo, caratteristica questa che assicura una bassissima correlazione con le altre componenti del portafoglio con i vantaggi citati mostrati da Sharpe ormai nel secolo scorso.

Una classe concettualmente collegata a quella monetaria è l'**obbligazionario**, costituito da strumenti di debito, ovvero forme di prestiti che generano dei rendimenti periodici certi o

comunque definiti a priori secondo regole più o meno complesse. Generalmente si considerano appartenenti a questa classe gli strumenti con vita residua superiore a 6 o 12 mesi, considerando quelli a più breve scadenza come assimilabili alla liquidità. Il profilo rischio-rendimento di questa asset class è moderato sebbene occorra tenere presente come titoli con durata finanziaria molto lunga o con standing creditizio di basso livello possano essere anche molto volatili.

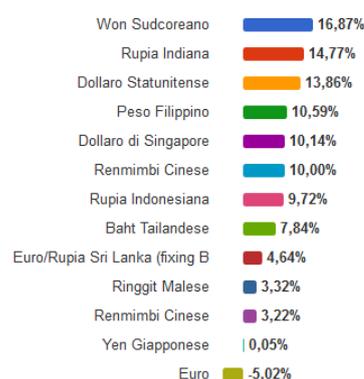
La classe **azionaria**, infine, costituisce la componente dedicata al capitale di rischio, alla proprietà diretta delle attività economiche organizzate in forma societaria. Il rendimento è in estrema sintesi riconducibile agli utili presenti e futuri che le società cui fanno riferimento i titoli in portafoglio si stima possano generare. Essendo essi massimamente incerti l'azionario è tipicamente la classe di investimento a massimo rischio. Data la sua estrema eterogeneità è difficilmente quantificabile il rischio ed il potenziale di rendimento ad essa associato, sebbene nel lungo termine, e anche a costo di periodiche smentite dei fatti, si considera che possa assicurare livelli più elevati delle altre asset class da entrambi i punti di vista.

### 3.2 Gli stili d'investimento

A partire dalla classica ripartizione tra azionario, obbligazionario e monetario il processo si sviluppa affinando l'analisi e facendo emergere all'interno delle "macro" asset class la molteplicità di componenti e fonti di rendimento che le compongono.

Un primo e generale criterio di specificazione, che riguarda tipicamente le azioni e le obbligazioni, è rappresentato da quello geografico che distingue gli strumenti finanziari rispetto alle **macro aree** di riferimento (ad esempio Europa, Nord America, Asia, Paesi Emergenti) ed ad un livello successivo, ove sia opportuno, rispetto ai singoli Paesi. Questa suddivisione fa riferimento alle potenziali differenze di contesto sociale, economico e politico che possono influenzare in maniera determinante i rendimenti delle attività finanziarie.

Ripartizione per valuta



Informazioni aggiornate al: 29/05/2015

**Figura 3** Esempio d'esposizione valutaria di un fondo. Fonte: FondiDoc.it

**L'esposizione valutaria** costituisce parimenti una fondamentale caratteristica per la dinamica dei rendimenti e, pur mantenendo un ruolo importante per tutte le tipologie di

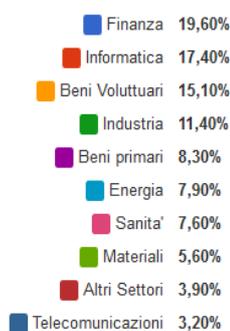
strumenti, è un criterio di aggregazione utilizzato tipicamente per i bond i cui rendimenti subiscono una diretta influenza dalle previsioni sull'evoluzione dei rapporti di cambio.

Per quanto riguarda la classe azionaria le modalità di suddivisione si focalizzano sulle caratteristiche delle società di cui questi strumenti rappresentano la proprietà e dalle quali pertanto dipendono gli utili e i rendimenti attesi. La **capitalizzazione** di mercato è una di queste ed è molto diffusa poiché la dimensione societaria può determinare il modello di business e la reattività alle diverse condizioni di mercato; tipica è la tripartizione small - medium - large cap.

Sempre in ambito azionario, un'altra distinzione importante è quella tra lo **stile value (valore) e growth (crescita)**, basati sulle caratteristiche del modello di business orientato rispettivamente alla crescita o alla generazione di reddito. I fondi caratterizzati da stile di gestione growth puntano infatti su segmenti di mercato e società in fase di rapida espansione, con attese molto positive per il futuro. I titoli di questo tipo possono avere performance variabili nel breve termine, ma offrono interessanti prospettive di crescita nel lungo periodo e nella loro valutazione ha un peso elevato l'aspettativa di aumento dei profitti nel futuro. Gli stili di gestione value, viceversa, puntano su società con business solidi e consolidati, con storie aziendali di lungo termine, buoni risultati reddituali caratterizzati da stabilità e costanza, generosa distribuzione di dividendi spesso caratterizzate da prospettive di crescita a ritmi moderati. Le quotazioni di questi titoli sono generalmente contenute rispetto alla redditività poiché non scontano le prospettive di sviluppo dei titoli growth.

Un altro elemento cardine alla base di un investimento in equity è la conoscenza del **settore di appartenenza**, al quale le società che ne fanno parte sono fortemente correlate.

Ripartizione per settore



Informazioni aggiornate al: 30/06/2015

Top Ten in portafoglio



Informazioni aggiornate al: 30/06/2015

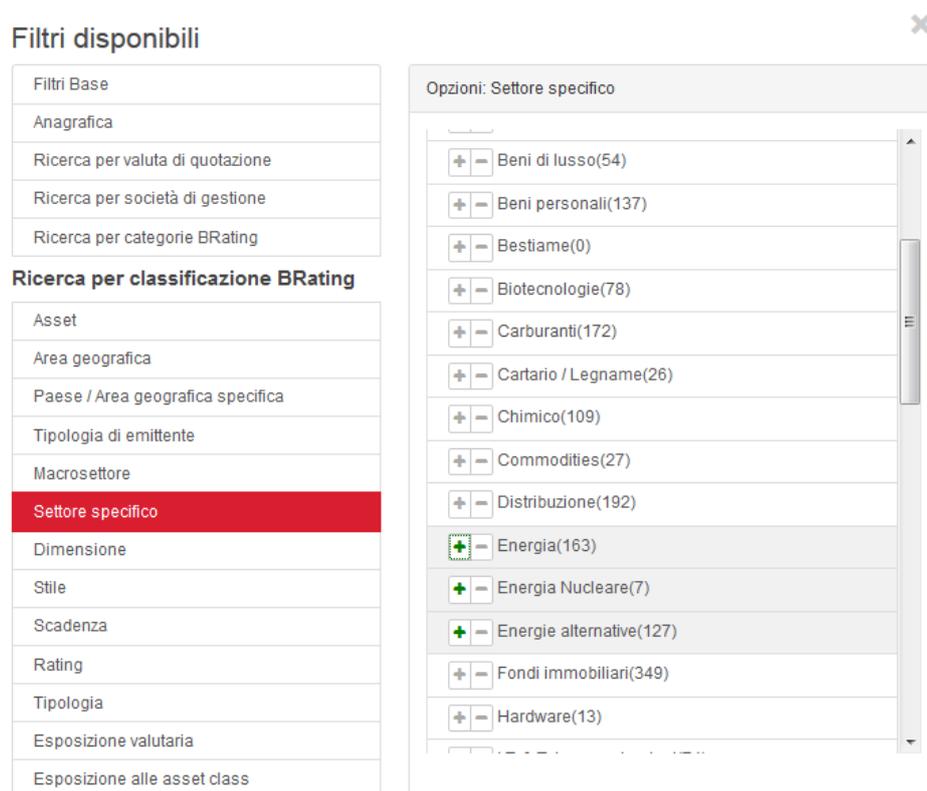
**Figura 4** Esempio d'esposizione settoriale di un fondo. Fonte: FondiDoc.it

Come detto, l'esposizione valutaria è uno degli elementi primari che caratterizza gli investimenti di tipo obbligazionario così come lo è il **merito creditizio** cioè la capacità del creditore-emittente di garantire la restituzione del capitale ed il pagamento delle cedole. Si distinguono così i titoli investment grade, di qualità medio-alta con ridotte probabilità di default, e high yield (detti anche "ad alto rendimento" o "speculative") che offrono rendimenti più elevati a fronte di rischi analogamente più consistenti.

Il panorama delle classi di investimento, grazie all'evoluzione del risparmio gestito che ha reso fruibili tipologie di titoli e tecniche gestionali sempre più ampie e variegate, può andare oltre lo scenario descritto e offrire ulteriori fonti di diversificazione.

Tra le più interessanti si colloca sicuramente il mondo dei fondi a ritorno assoluto ed in generale la possibilità di realizzare delle sorte di asset class caratterizzate da omogenee tecniche di gestione. A prescindere, infatti, dall'oggetto degli investimenti, i prodotti caratterizzati da **politiche di gestione** particolarmente attive, di cui i fondi a ritorno assoluto, i fondi alternativi e parte dei diversificati rappresentano le tipologie più importanti e diffuse, offrono, o dovrebbero offrire, rendimenti spesso poco correlati con i mercati di riferimento frutto delle scelte gestionali.

Per cogliere in maniera strutturata e costante le caratteristiche dell'universo investibile e coglierne gli elementi illustrati occorrono ormai delle mappe di riferimento capaci di orientare la ricerca degli strumenti all'interno dell'enorme offerta disponibile. Uno strumento tipico e sempre più diffuso sono i **sistemi di classificazione** che propongono categorie omogenee di strumenti e criteri di ricerca più o meno sofisticati e granulari.



**Figura 5** Esempio di ricerca di uno strumento finanziario attraverso l'utilizzo del sistema di classificazione BRating. Fonte: FidaWorkstation

A partire dalle **categorie** e dalla classificazione è possibile costruire le asset class su diversi livelli di specificazione per poi procedere alla costruzione di portafoglio che, su queste basi, può garantire il massimo livello di diversificazione.

## 4. L'asset allocation

Nel lungo percorso per la costruzione di un portafoglio efficace, l'asset allocation è certamente il **passo fondamentale**. E' la fase nella quale il capitale viene distribuito fra le aree d'investimento, definite appunto asset class, al fine di ottenere un bilanciamento tra rendimento e rischio coerente con gli obiettivi definiti.

La distribuzione del capitale in un mix di asset class sfrutta la propensione di attività differenti a comportarsi in maniera non omogenea in relazione alle diverse condizioni economiche e nella loro evoluzione temporale, offrendo pertanto rendimenti con bassi livelli di correlazione. Per questo motivo, come illustrato da Markowitz, la diversificazione degli investimenti consente in certe condizioni di ridurre il rischio totale del portafoglio, lasciandone inalterato il rendimento.

Gli obiettivi finanziari dell'investitore, che possono essere di varia natura, sono riconducibili e sintetizzabili, come illustrato, in tolleranza al rischio ed orizzonte temporale, fattori determinanti per la definizione della strategia di allocazione delle risorse.

Il grado di **avversione al rischio**, cioè la disponibilità dell'investitore a perdere tutto o in parte il capitale investito in cambio di potenziali rendimenti maggiori, influenza la scelta del peso delle macro asset class più rischiose da detenere in portafoglio. In generale, l'esposizione a strumenti finanziari obbligazionari ed altri strumenti poco volatili aumenterà al diminuire della propensione al rischio. La durata temporale dell'investimento (**orizzonte temporale**) ha anch'essa un'influenza analoga. Un orizzonte temporale lungo infatti, favorisce gli investimenti più rischiosi e volatili in relazione alla possibilità che l'investitore ha di attendere condizioni più favorevoli allo smobilizzo.

Fissati gli obiettivi, la costruzione del portafoglio può essere realizzata seguendo approcci differenti, utilizzabili, peraltro, anche in maniera integrata. Le metodologie disponibili sono infatti molteplici e non mutuamente esclusive.

Con **asset allocation strategica** ci si riferisce normalmente a scelte di lungo termine che costituiscono la struttura fondamentale del portafoglio modificata solo in occasione di mutamenti importanti di scenario. La rigidità di questa tipologia di scelte, tuttavia, può risultare limitante. In alternativa o in congiunzione ad essa è così spesso realizzata la cosiddetta **asset allocation tattica**, più flessibile e basata sulle opportunità d'investimento che si presentano nel breve-medio periodo a prescindere dalle visioni di fondo sui mercati e sui fattori che li determinano.

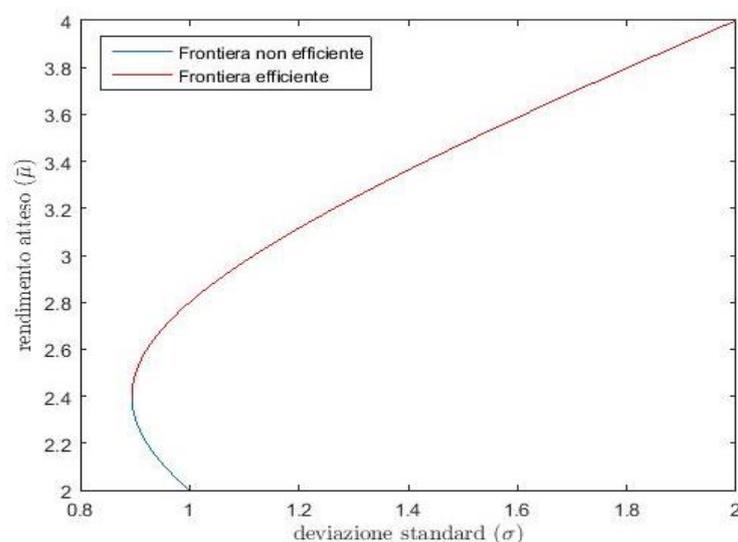
Un'altra distinzione tipica è quella tra l'**asset allocation statica** e quella dinamica. Nella prima il capitale ripartito fra gli investimenti rimane pressoché costante nel tempo. La tecnica buy-and-hold ne rappresenta il più semplice esempio, attuata tramite l'acquisto di un mix di strumenti finanziari e la loro detenzione fino alla scadenza dell'orizzonte temporale. Le strategie basate viceversa sul ribilanciamento e riallocaamento delle risorse nel portafoglio in funzione dell'andamento dei mercati rientrano **nell'asset allocation dinamica**.

L'utilizzo di analisi top-down o bottom-up per la selezione degli specifici strumenti finanziari costituisce un ulteriore criterio di distinzione. Il processo d'investimento **top-down** parte dallo studio generale dei mercati globali, si sviluppa nell'analisi di categorie di investimento più ristrette come settori e micro-aree geografiche per concludersi con la scelta degli specifici strumenti finanziari in un percorso gerarchico che dal generale procede verso il particolare. La tattica d'investire invece in titoli con buone prospettive di crescita indipendentemente dall'andamento del settore o dell'area geografica di riferimento rientra, invece, in strategie di tipo **bottom-up**.

Infine, l'impiego di **modelli quantitativi** si contrappone alle **scelte discrezionali** con tutta la gamma di vie di mezzo che costituiscono la pratica riscontrabile nella realtà tanto nel risparmio gestito quanto negli investimenti individuali.

La classificazione illustrata, pur non esaustiva, mostra un'insieme di elementi che, congiuntamente, definiscono le caratteristiche del processo di selezione di portafoglio integrandosi tra loro e generando numerose e complesse metodologie di asset allocation. Nell'ambito del risparmio gestito, sia per la natura degli strumenti che per la tipologia di investitori, la prassi operativa fa generalmente riferimento a processi tendenzialmente top down, con una componente statica di fondo, periodicamente integrata da strategie di tipo tattico.

Focalizzandosi in quest'ambito, la teoria economico-finanziaria si è costantemente evoluta senza però mai allontanarsi troppo dai noti concetti della **Modern Portfolio Theory (MPT)**, modello dal quale occorre necessariamente partire per illustrarne un esempio e comprenderne la natura.



**Figura 6** Esempio di frontiera efficiente. Fonte: FIDAmind

Come noto, il concetto chiave della MPT è quello di diversificare, ossia costruire portafogli contenenti mix di asset class che, grazie alla bassa correlazione, riducono al massimo la volatilità di portafoglio. Sulla base dei benefici della diversificazione, Markowitz costruisce la frontiera efficiente, cioè l'insieme dei portafogli che per ogni livello di rischio mostrano il massimo rendimento atteso. Dal punto di vista analitico è la soluzione di un problema di

ottimizzazione i cui input sono la **matrice di correlazione** tra le attività e i loro **rendimenti attesi**.

Ferma restando la possibilità, anche con semplici fogli di calcolo, di realizzare il modello teorico nella sua interezza, l'attenzione può focalizzarsi anche solo sulla matrice di correlazione. Essa, per ogni combinazione di attività di portafoglio, mostra la relazione tra i rendimenti esprimendola con un numero di agevole comprensione tra -1 (perfetta correlazione negativa) e 1 (perfetta correlazione positiva). Un portafoglio ben costruito che sfrutti i benefici della diversificazione dovrebbe ridurre al minimo le attività con elevata correlazione privilegiando quelle che la presentano con livelli contenuti o negativi.



**Figura 7** Esempio di matrice di correlazione tra gli strumenti presenti in un portafoglio modello.  
Fonte: FidaWorkstation

Questo strumento si mostra particolarmente utile anche per identificare i componenti che hanno una maggior funzione nel ridurre il rischio di portafoglio (correlazione bassa, nulla o negativa) e quelli che si sovrappongono ad altri in termini di andamento dei loro rendimenti (correlazione vicino a 1)

Replicando il procedimento seguito nella MPT, o limitandosi a osservare e monitorare la matrice citata, è possibile individuare l'asset allocation ottimale. Avendo infatti definito gli obiettivi di investimento e di conseguenza la volatilità adeguata **alla propensione al rischio** il portafoglio ottimale è quello che, a parità di volatilità, mostra il massimo rendimento o, in altri termini, sfrutta nel modo migliore la diversificazione e le correlazioni tra i suoi componenti.

La metodologia mostrata, pur rimanendo alla base di molte strategie per le scelte di portafoglio, presenta alcune limitazioni. La principale è l'approccio uni-periodale che non prevede mutamenti nelle condizioni di mercato o, per meglio dire, non li considera. Per questo motivo è spesso affiancata da scelte di asset allocation tattica, che ne modificano temporaneamente e periodicamente la composizione per sfruttare le opportunità d'investimento che si presentano nel breve-medio termine. In quest'ambito i metodi sono molteplici, discrezionali o quantitativi, tutti mirati a cogliere le mutevoli caratteristiche dei mercati che si sovrappongono a quelle strutturali che hanno invece carattere di stabilità.

Il percorso di investimento si conclude con un ultimo passo, il cosiddetto picking degli strumenti finanziari, con i quali realizzare in concreto il portafoglio, scelta che, rimanendo nell'ambito del risparmio gestito, non può che fare riferimento ai sistemi di ranking o rating.

## 5. Il picking

Il picking, ovvero la selezione degli specifici strumenti finanziari, è la fase che completa il processo d'investimento. Continuando a far riferimento all'approccio di tipo top-down, tipico nel caso di uso di prodotti del risparmio gestito, dopo la definizione dell'asset allocation, devono essere selezionati gli strumenti finanziari da associare a ciascuna delle asset class individuate. **I fondi comuni** permettono d'investire nei mercati finanziari delegando ai gestori le decisioni che implicano una conoscenza specifica dei singoli mercati e si prestano pertanto particolarmente bene al completamento del percorso d'investimento.

Da qualche anno, il mondo del risparmio gestito offre una grande varietà di prodotti che, oltre a differenziarsi in maniera talvolta anche molto specifica rispetto ai mercati, offrono alternative di stile d'investimento e tipologie di strategie operative. Il numero di fondi comuni è così lievitato, superando la numerosità degli altri tipi di strumenti commercializzati sul mercato. Parallelamente all'ampliamento dell'offerta, la ricerca e selezione degli strumenti capaci di soddisfare le esigenze degli investitori è diventata un processo sempre più complesso. Si sono così diffusi i **sistemi di classificazione e categorizzazione** che hanno permesso di semplificare il processo tramite la ripartizione dell'universo in categorie omogenee. Prendendo in considerazione i più importanti elementi della politica d'investimento, tra i quali l'asset class di riferimento, l'area geografica o l'esposizione valutaria, l'utilizzo di tali sistemi permette l'agevole identificazione dei prodotti concorrenti e confrontabili tra loro e che presentano le caratteristiche ricercate.

+	Azionari Africa e Medio Oriente
+	Azionari America Latina - Large & Mid Cap
+	Azionari Area Euro - Large & Mid Cap
+	Azionari Area Euro - Large & Mid Cap Value
+	Azionari Area Euro - Mid & Small Cap
+	Azionari Asia Pacifico - Mid & Small Cap
+	Azionari Asia Pacifico (Mercati Emergenti e Sviluppati escl. Giappone)
+	Azionari Asia Pacifico (Mercati Emergenti e Sviluppati escl. Giappone) - Growth
+	Azionari Asia Pacifico (Mercati Emergenti e Sviluppati escl. Giappone) - Value
+	Azionari Asia Pacifico (Mercati Emergenti e Sviluppati escl. Giappone) Eur Hedged
+	Azionari Asia Pacifico (Mercati Emergenti e Sviluppati)

**Figura 8** Lista parziale delle categorie BRating. Fonte: FondiDoc.it

La scelta e la valutazione dei singoli prodotti può dipendere da diversi fattori quantitativi e qualitativi, ma non può prescindere dai risultati complessivi ottenuti nel passato, unici elementi misurabili e analizzabili in maniera approfondita. Dopo aver Individuato gli strumenti confrontabili che replicano le asset class, gli indicatori di rendimento e di rischiosità, forniscono preziose informazioni per il processo di selezione. Considerati separatamente, permettono di ordinare l'insieme delle alternative rispetto alla capacità di ottimizzare il rendimento o minimizzare il rischio ma, solo congiuntamente, possono guidare

la scelta in maniera univoca. Le misure di performance aggiustate per il rischio (**RAPM-Risk Adjusted Performance Measures**, vedere sezione 2.3), indicatori sintetici che esprimono in un unico valore il rendimento di un fondo corretto per il suo rischio, consentono infatti il confronto di prodotti concorrenti in maniera completa e esaustiva. Il celebre Sharpe ratio, rapporto tra il valore atteso dell'excess return e la volatilità dello strumento, ne è un classico esempio.

Il processo d'analisi dei fondi di una categoria omogenea può essere notevolmente abbreviato e semplificato facendo riferimento al **rating**. Società specializzate selezionano gli algoritmi ritenuti più adatti a giudicare la bontà delle strategie di investimento adottate dai fondi e attribuiscono loro sintetici giudizi di valore di facile interpretazione (corone, lettere, stelle,...). I fondi vengono ordinati rispetto alle variabili selezionate e raggruppate classi di merito (quantili), di solito 5, attribuendo giudizi analoghi a prodotti posizionati in classifica su livelli simili. Oltre alla determinazione degli algoritmi di valutazione, il rating introduce così l'utilizzo delle classifiche in maniera non puntuale sulla base dell'idea che piccole differenze siano attribuibili al caso piuttosto che a reali diversità di valore.

RICERCA ≡ menu

Nome / Isin

Visualizza: Rating

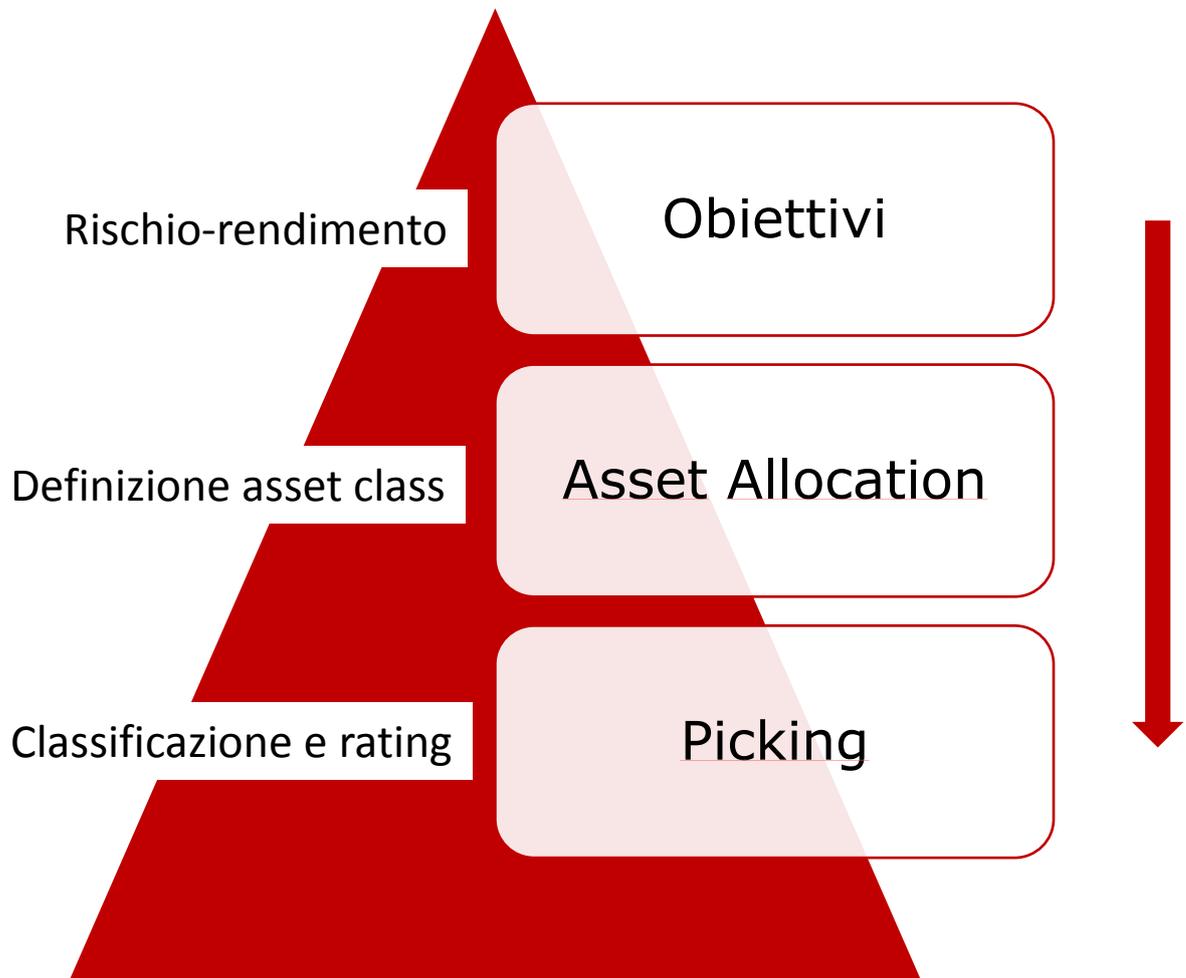
Fondi 79

1 2 3 4 5 6 7 8

Nome	Categoria BRating	BRating	Score
<input checked="" type="button"/> Pictet-Clean Energy-R EUR	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	100,00
<input checked="" type="button"/> Pictet-Clean Energy-R \$	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	96,61
<input checked="" type="button"/> BGF New Energy A2 \$	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	76,82
<input checked="" type="button"/> BGF New Energy A2 EUR	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	78,48
<input checked="" type="button"/> BGF New Energy E2 \$	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	71,97
<input checked="" type="button"/> BGF New Energy E2 EUR	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	74,43
<input checked="" type="button"/> BGF New Energy C2 \$	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	65,20
<input checked="" type="button"/> BGF New Energy C2 EUR	Azionari Settoriali - Energie Alternative	★★★★★	67,39
<input checked="" type="button"/> AXA WF Framlington Hybrid Resources A Cap EUR	Azionari Settoriali - Risorse Naturali (Energia e Materie Prime)	★★★★★	31,38
<input checked="" type="button"/> AXA WF Framlington Hybrid Resources F Cap EUR	Azionari Settoriali - Risorse Naturali (Energia e Materie Prime)	★★★★★	33,70

**Figura 9** Esempio di fondi azionari energie alternative ordinati in base al BRating. Fonte: FidaWorkstation

Il sistema illustrato si basa sul passato e le valutazioni che ne emergono sintetizzano l'efficacia che le strategie operative hanno dimostrato senza nessuna garanzia che si debbano ripetere nel futuro. Cionondimeno, tali indicazioni sulla capacità gestionale dimostrata sono tra le uniche disponibili e, congiuntamente alle considerazioni di tipo qualitativo relative al futuro, costituiscono un elemento prezioso per la selezione di portafoglio.



**Figura 10** Schema processo di investimento Top-Down. Fonte: FIDAmind



[www.fidaonline.com](http://www.fidaonline.com)

[www.facebook.com/live.FIDA](https://www.facebook.com/live.FIDA)

[FIDAmind@fidaonline.com](mailto:FIDAmind@fidaonline.com)