

10

a

Asset Allocation

Guida a cura di



**CFA Society
Italy**



Con la collaborazione di

Vanguard®

| Autori

Daniele Cappellini, CFA - Trader e Strategist - Istituzione Finanziaria Privata

Attualmente ricopre la posizione di Trader e Strategist presso un'istituzione finanziaria, gestendo attivamente il portafoglio di corporate bond. Precedentemente ha ricoperto posizione nell'advisory di BNL-BNP Paribas, nell'ufficio ALM-SAA di PosteVita e nelle gestioni patrimoniali di Banca Finnat. Laureato in Ingegneria gestionale ha ottenuto il certificato CFA nel 2014 ed ha ricoperto la posizione di Board member nella CFA Society Italy per il periodo 2017-2020.

Orazio Di Miscia, PhD - Head of Asset Allocation and Portfolio Management - Poste Vita

Prima di entrare in Poste Vita, i precedenti ruoli includono Head of Portfolio Strategy presso Axa-Mps, Head of Financial Engineering presso Banca Intesa e Analyst presso Meliorbanca, Banca Commerciale Italiana e Epta Group.

Danilo Giuliani - Vice Direttore Generale e Dirigente Finanza - EPPI

Ha iniziato la carriera professionale come advisor finanziario di casse previdenziali e fondi pensione in Consulenza Istituzionale spa nel 2007. Nel 2008 ha lavorato in JP Morgan nel team di derivatives marketing e nel 2011 in Nomura nel team di structured equity. Dal 2013 al 2015 ha svolto attività autonoma come risk manager del Fondo pensione agenti professionisti di assicurazione, come advisor finanziario del Fondo pensione Previambiente. Nel 2016 è entrato in EPPI come responsabile della Funzione Finanza, da gennaio 2020 ricopre il ruolo di Dirigente Finanza e da luglio ricopre il ruolo da Vice Direttore Generale.

a

Asset Allocation

Guida a cura di



CFA Society
Italy



Con la collaborazione di

Vanguard[®]

CAPITOLO 1

ASSET ALLOCATION NELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE VITA 10

di **Daniele Cappellini, CFA e Orazio Di Miscia**

**Creare obiettivi di investimento
chiari e appropriati 26**
a cura di **Vanguard**

CAPITOLO 2

ASSET ALLOCATION PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI 30

di **Riccardo Rasi, CFA e Danilo Giuliani**

**Come superare la diatriba
tra gestione attiva e gestione passiva 54**
a cura di **Vanguard**

CAPITOLO 3

ASSET ALLOCATION

NELLA GESTIONE DEI FONDI

58

di **Daniel Squindo, CFA**

Le applicazioni del modello VAAM
a cura di **Vanguard**

74

CAPITOLO 4

ASSET ALLOCATION

NEGLI INVESTIMENTI PRIVATI

80

di **Alessandro Sorvillo, CFA**

10 | ASSET ALLOCATION

Allegato ad AP ADVISOR PRIVATE n. 25
settembre-ottobre 2020 (registrato presso il
Tribunale di Milano n. 302 del 23/10/2015)

REALIZZAZIONE:

a cura della redazione ADVISOR

DIRETTORE RESPONSABILE:

Francesco D'Arco

GRAPHIC DESIGNER:

Luca Baraggia

INFOGRAFICHE:

Salvatore Tomaselli

PROPRIETARIO ED EDITORE:

Open Financial Communication Srl
Via Francesco Sforza, 14 - 20122 Milano

NON VENDIBILE

A proposito di Vanguard

Sostenere tutti gli investitori allo stesso modo e offrire loro le migliori opportunità di successo negli investimenti. È da sempre questo l'obiettivo di Vanguard, società fondata negli Stati Uniti nel 1975 da un'idea semplice ma rivoluzionaria, vale a dire che una società d'investimento avrebbe dovuto gestire i fondi offerti nell'esclusivo interesse dei clienti. Nel 1976 Vanguard ha introdotto il primo fondo indicizzato per investitori privati statunitensi. In pochi decenni, Vanguard è cresciuta fino a diventare una delle società di gestione degli investimenti più importanti al mondo, con sedi in Europa, Australia e Asia. Vanguard gestisce oggi AuM per 6.300 miliardi di dollari (*AuM masse in gestione dati al 31 luglio 2020*).

Tutti i nostri fondi riflettono gli stessi principi che sono nel DNA della nostra azienda fin dalla sua nascita e

Aiutiamo milioni di investitori nel mondo a raggiungere i loro obiettivi con la nostra gamma di fondi ed ETF, semplici e a basso costo.

fanno parte integrante della nostra cultura. Meno paghi per i tuoi investimenti, più ottieni dai tuoi rendimenti iniziali. Combinata alla struttura di Vanguard di fama mondiale, la forte leadership e il servizio clienti di altissimo livello, la nostra filosofia d'investimento è alla base di fondi di alta qualità.

Per saperne di più visita **www.it.vanguard**

Introduzione

di Daniele Cappellini, CFA

Che siano i risparmi di famiglia, il patrimonio di una fondazione o le riserve di un'assicurazione, gestire un portafoglio di asset finanziari è sempre un processo complesso.

L'obiettivo di questa guida sarà quello di mostrare al lettore i differenti approcci alla gestione di portafoglio ed in modo particolare l'importanza dell'asset allocation, ovvero l'allocazione del patrimonio in classi differenti di investimenti finanziari differenti. Si analizzerà il processo che porta alla definizione dell'asset allocation utilizzando il punto di vista di vari attori, partendo da chi opera per professione nella gestione degli investimenti a chi lo fa per esigenze personali. Senza pretese di ottenere una guida esaustiva cercheremo di evidenziare le criticità dei differenti processi di investimento, mostrando le caratteristiche dei differenti approcci e le difficoltà che si devono affrontare in un processo come caratterizzato da sfide vecchie e nuove come ad esempio il basso livello dei tassi di interesse o la globalizzazione. Prima di introdurre concetti più complessi abbiamo il

bisogno di definire in dettaglio la parola "asset allocation", termine molto utilizzato in finanza ma che ha bisogno di essere declinata in un contesto preciso.

Con il termine Asset Allocation si intende il processo di allocazione verso classi di strumenti finanziari, asset class, come ad esempio azioni o obbligazioni. È possibile classificare più in dettaglio le singole asset class ma per il fine della guida basti pensare che, per appartenere alla stessa asset class, gli investimenti devono avere gli stessi fattori di rischio come tasso, valuta. Nell'industria c'è chi si spinge oltre definendo anche sotto categorie come ad esempio per i titoli azionari appartenenti ad un settore merceologico ben definito. Il processo di asset allocation può prevedere un orizzonte di lungo o breve periodo: si parla di Strategic asset allocation (SAA) nel primo caso mentre per nel secondo si utilizza la terminologia Tactical asset allocation (TAA). Sebbene la definizione del giusto orizzonte temporale differisce notevolmente in base alla tipologia dei patrimoni da

gestire, a differenziare la SAA dalla TAA vi sono le ipotesi che guidano la definizione del portafoglio ottimo. Nelle SAA sono definiti dei pesi ottimi di ciascuna asset class ritenuti tali da analisi sui rendimenti e sui rischi di lungo periodo. Esempi di questi modelli sono le ipotesi di rendimenti dei mercati azionari ottenute utilizzando modelli di equilibrio macroeconomico di lungo periodo, legati tipicamente all'evoluzione della crescita potenziale delle varie economie. Nelle TAA si cerca invece di sfruttare le anomalie di breve termine per poter aggiungere rendimenti aggiuntivi a quelli definiti in sede di asset allocation strategica. Classici esempi delle motivazioni che spingono gli investitori a deviare dalla SAA a favore di investimenti più tattici sono da ricercare nei momentanei "mispricing" di alcune asset class, principalmente causati da trend di brevi dettati dall'irrazionalità degli investitori o dal malfunzionamento dei mercati. Chiaramente il confine tra "mispricing" di mercato e capacità del gestore di identificare il vero valore di una asset class rimane molto sottile, ma solitamente questi "tilt" dell'asset allocation hanno orizzonti temporale relativamente contenuti rispetto alle SAA.

Avendo definito cosa si intende per asset allocation è importante capire quali

sono i fattori che ne influenzano il processo. Prima di fare ciò è necessario accennare ai vari modelli utilizzati nel processo di formulazione dell'asset allocation. Il modello più famoso è sicuramente il modello di Markowitz dove ogni investimento viene valutato in termini di rischio e rendimento futuro. Per ogni valore di rischio, solitamente riportato in termini di deviazione standard dei rendimenti, il modello costruisce un portafoglio ottimo ottenuto considerando le correlazioni tra tutti gli investimenti disponibili. L'insieme dei portafogli ottimi costituisce la frontiera efficiente che forniscono le scelte ottime per l'investitore razionale. Il concetto alla base della frontiera efficiente è semplice e proprio grazie a questa semplicità è diventato in breve tempo il punto di partenza per molti gestori di capitali. I portafogli ottenuti dall'assicurazione offrono tipicamente poca diversificazione in quanto l'ottimizzazione concentra il portafoglio su alcune asset class considerate maggiormente efficienti rendendo la stretta applicazione del modello di Markowitz poco realizzabile nell'effettiva gestione di un portafoglio.

Tenendo in mente il funzionamento del modello, possiamo analizzare quali tra le assunzioni del modello, ovvero rendimenti, rischi e correlazioni, in-

fluenzino maggiormente il risultato dell'ottimizzazione valutando quali sono le ripercussioni nel processo di definizione dell'asset allocation. Quest'approfondimento risulta importante perchè, anche se difficilmente si utilizzerà il modello di Markowitz proprio come definito in precedenza principalmente a causa delle sue criticità, sarà possibile un parallelo con gli aspetti più pratici nella gestione di un portafoglio.

Per rispondere analiticamente al quesito possiamo utilizzare i risultati dello studio di Chopra e Ziemba (1993). Nel loro studio *The effect of Error in means, Variance and Covariance on optimal portfolio Choice* gli studiosi hanno evidenziato come l'errore nella stima dei rendimenti futuri influenza i risultati del processo di investimento alla Markowitz circa 10 volte in più degli errori sulla definizione del rischio e che quest'ultimo influenzi 2 volte in più gli errori di stima delle correlazioni.

Sebbene il risultato fosse prevedibile l'intensità dell'errore di stima sui rendimenti rispetto agli altri input del modello, rafforza la criticità del processo di previsione dei mercati di breve o di lungo periodo. Proprio questa alta dipendenza da una materia considerata un'arte da alcuni o semplicemente fortuna da altri ha fatto nascere nuove

tipologie di asset allocation, agnostiche dalle aspettative di crescita delle varie asset class. Tra i modelli maggiormente riconosciuti e supportati dalla comunità quant vi è il modello di risk parity che costruisce il portafoglio ottimo indipendentemente dalle aspettative sui mercati, con il fine ultimo di rendere uguali il contributo al rischio delle singole componenti. In alternativa molti gestori di capitali hanno optato per un approccio naïve dove l'allocazione tra attivi di rischio, principalmente azioni, e privi di rischio, obbligazionario governativo o ad alto standing creditizio, viene definito utilizzando delle percentuali prefissate e coerenti con dei profili di rischio ben accettati dall'industria finanziaria.

Una volta definiti l'allocazione ottima è importante strutturare un processo di analisi che, passato il giusto intervallo di tempo, verifichi qualora le scelte effettuate abbiano portato i risultati previsti. Per giudicare i risultati si effettua un'analisi di performance attribution. Utilizzeremo il classico modello di Brinson ma è prima importante introdurre il concetto di benchmark. Il benchmark è rappresentato da indici di mercato che rappresentano l'universo investibile sulla quale viene svolto l'asset allocation. I benchmark devono essere univoci, indentificati a priori e replicarli

per poter dare la possibilità al gestore del patrimonio di avere un confronto equo.

L'approccio generale prevede benchmark multi asset class, dove sono quindi presenti obbligazioni, azioni e strumenti alternativi tipicamente sotto categorizzati per divise di quotazioni. In questo modo è possibile la costruzione, tramite l'identificazione di opportuni benchmark, un portafoglio di riferimento ben diversificato ed efficiente. Nel caso di investimenti in singole asset come ad esempio l'azionario europeo si utilizzano tipicamente classificazioni settoriali.

Senza entrare troppo nei dettagli, l'extra-performance del portafoglio rispetto al benchmark o alla SAA è riconducibile a due effetti: l'tactical allocation (TA), o allocation, e la security selection (SS), più brevemente selection. L'allocation rappresenta il contributo all'extra performance derivante dal sovrappeso/sottopeso di determinate asset class rispetto al benchmark o alla SAA. La selection rappresenta il contributo all'extra performance derivante dalla capacità di selezionare investimenti con rendimenti maggiori nelle singole asset class. Il residuo tra l'interazione (IR) di due questi effetti è chiamato interaction ed è trascurabile nel caso di portafogli non eccessivamente sbilan-

ciati. Riassumendo la performance di un portafoglio può essere così definita.

$$\text{Performance portfolio} = \text{SAA} + \text{TA} + \text{SS} + \text{IR}$$

Nell'effettuare questo tipo di analisi è importante munirsi di un approccio sistematico dando il giusto orizzonte temporale alle singole asset class. Non bisogna infatti eliminare una posizione a causa di una sotto performance di breve periodo ma bensì si deve continuare a cercare il valore "ritenuto" giusto, utilizzando un approccio rigoroso per salvaguardare il portafoglio.

Sebbene il contributo dell'allocation e della selection rappresentano un aspetto importante nella gestione degli investimenti è bene ricordare che il contributo alla performance della SAA rimane preponderante. Come evidenziato dallo studio Determinants of portfolio performance di Brinson ed altri la performance del portafoglio nel tempo rimane principalmente attribuibile alla SAA. Seppur alcuni studiosi non concordano pienamente su alcuni risultati dello studio l'importanza della definizione della SAA, e del processo di SAA, rimangono tra i concetti maggiormente diffusi ed accettati dalla comunità finanziaria internazionale.

CAPITOLO 1

ASSET ALLOCATION NELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE VITA

**di Daniele Cappellini, CFA
e Orazio Di Miscia**

Liabilities driven investment

La gestione di portafoglio in presenza di obblighi contrattuali differisce dalle altre tipologie di gestione come quella, ad esempio, dei fondi comuni di investimento.

Con il termine Liabilities Driven Investment (“LDI”) si identifica proprio il processo di investimento orientato a soddisfare le future esigenze di cassa contrattualmente previste (“liabilities”). Tra gli esempi classici di questa modalità di investimento vi è la gestione dei risparmi a fini previdenziali (fondi pensione, casse di previdenza, etc) e quella dei portafogli assicurativi che devono solitamente garantire la protezione del capitale e un rendimento minimo.

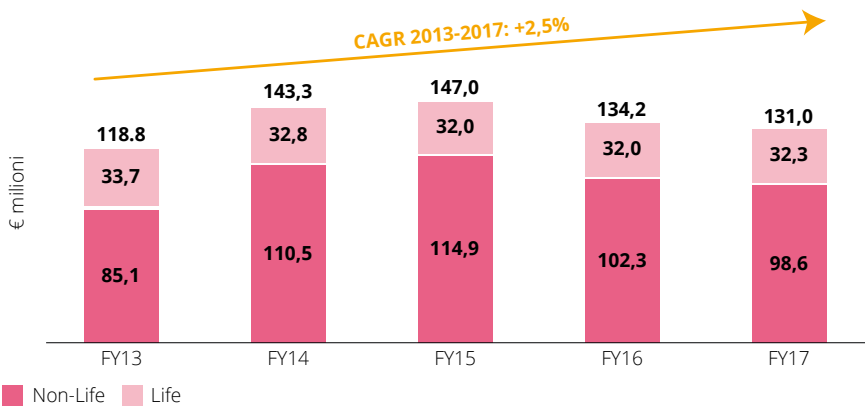
Tra gli aspetti fondamentali di una gestione LDI vi è la necessità di stimare le liabilities: il profilo temporale delle obbligazioni contrattualmente attese (e quindi probabilizzate) rappresenta un vincolo ma anche una opportunità nella gestione del portafoglio di attivi finanziari. Elementi come l’evoluzione dei saldi

previdenziali per i fondi pensione, oppure la tipologia di garanzia del capitale (ad evento e/o a scadenza) e l’entità del rendimento minimo promesso per le compagnie di assicurazione, modificano fortemente le scelte di investimento influenzando, ad esempio, la durata media dei titoli obbligazionari, il rating medio del portafoglio di titoli corporate alle varie scadenze o l’allocazione tra titoli obbligazionari e azionari.

È quindi necessario “integrare” le scelte di investimento con metodologie e tecniche attuariali per la stima delle liabilities, con un impatto anche sul tipo di strumentazione tecnologica da usare nella definizione dell’asset allocation strategica.

A questi elementi peculiari si aggiungono quelli comuni alle altre gestioni finanziarie come l’evoluzione dei rendimenti delle diverse categorie di investimento: previsioni di rialzo o ribasso dei rendimenti, determinano modifiche del profilo temporale degli attivi e nella composizione degli as-

Figura 1
2013/2017 assicuratori italiani GWP



Fonte: PWC

set, cambiandone la rischiosità complessiva.

Tutti questi elementi uniti all'attuale contesto dei mercati finanziari e quello probabile di bassi rendimenti su orizzonti temporali medio-lunghi e comunque non noti, è una criticità per l'industria del risparmio previdenziale/assicurativo che deve garantire prestazioni future definite in passato, in un contesto economico finanziario differente, costringendo molti player ad interrompere l'offerta di prodotti con queste caratteristiche.

Il processo di asset allocation nel business delle assicurazioni vita

Il successo di una compagnia di assicurazione operante nel ramo vita dipende in modo importante dalla gestione finanziaria, in quanto i suoi

risultati hanno un impatto diretto sulla redditività complessiva. Prima di analizzare il processo di asset allocation è bene soffermarci sulle caratteristiche del business vita, ed in particolare del Ramo I. I prodotti di ramo I sono quelli di punta del mercato assicurativo italiano che, garantendo il capitale investito e un rendimento minimo positivo (quanto meno in passato), hanno attratto il risparmio di milioni di clienti. La figura 1 mostra una analisi di PricewaterhouseCoopers ("PWC") del 2018, sul mercato assicurativo italiano, circa l'evoluzione della raccolta lorda degli ultimi anni nel ramo vita e danni.

Le caratteristiche principali dei prodotti assicurativi e di Ramo I

I prodotti assicurativi sono, generalmente, raggruppati in categorie o

rami assicurativi che contemplano rischi simili. Due sono i rami principali di distinzione: il “ramo danni” e il “ramo vita”.

Le polizze del “ramo danni” tutelano l'assicurato da eventi che possono danneggiare singoli beni del suo patrimonio (ad esempio la casa o l'auto), le sue possibilità di guadagno, il patrimonio nel suo complesso o la sua persona.

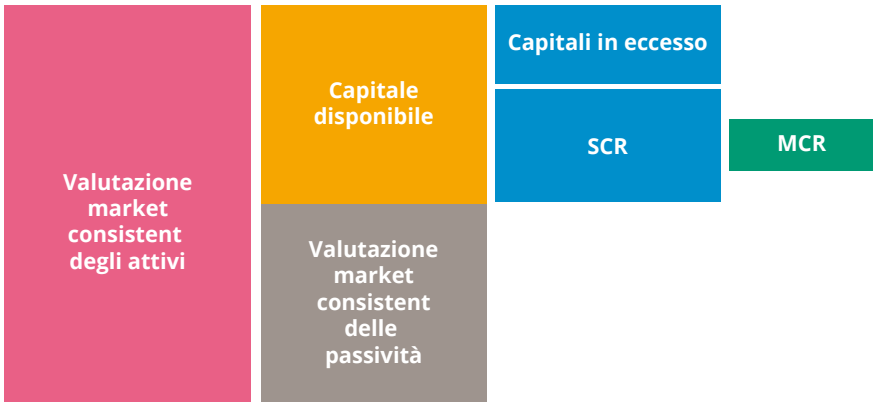
Le polizze “ramo vita” prevedono l'obbligo per l'assicuratore di versare a uno o più beneficiari, indicati nel contratto di assicurazione, un capitale o una rendita qualora si verifichi un evento attinente la vita dell'assicurato o del contraente. Sono forme di risparmio il cui obiettivo principale è la tutela dell'assicurato e dei suoi familiari contro eventi legati alla non conoscenza della durata della vita umana. Queste tipologie di danno vengono risarcite secondo tecniche e modalità diverse: l'erogazione di un capitale, di una rendita o di un indennizzo o, ancora, esistono assicurazio-

ni collegate a fondi d'investimento comune (dette anche linked).

Le polizze vita richiedono un'ulteriore distinzione in rami. Per semplicità, i prodotti di ramo I sono assicurazioni sulla durata della vita umana e quelle di ramo III assicurazioni le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero ad indici ed altri valori di riferimento (es. Unit linked e Index linked).

Tra le caratteristiche peculiari dei prodotti di Ramo I c'è l'inversione del ciclo produttivo: tipicamente vengono garantite alcune prestazioni finanziarie (il capitale e/o un rendimento minimo) su un orizzonte temporale mediamente lungo; il capitale versato dal cliente viene successivamente investito in attivi finanziari che hanno scadenze e profili di rischio differenti: attivi finanziari a breve termine mediamente poco rischiosi e asset finanziari a lunga scadenza con un profilo di rischio medio alto. Dovendo garan-

Figura 2
Bilancio economico



Fonte: ANIA (2013), "Solvency II: origine, struttura e sviluppo"

tire almeno il capitale, le compagnie di assicurazione investiranno in asset finanziari con scadenza più breve rispetto alle obbligazioni promesse (in considerazione anche della relativa scarsità di asset con scadenze lunga, eccezion fatta per i titoli azionari) creando un disallineamento temporale tra attivi finanziari e liabilities. Uno dei rischi più grandi è quindi quello del reinvestimento del portafoglio di attivi: in uno scenario di rendimenti decrescenti, c'è il rischio di non poter garantire il rendimento promesso, mentre nell'ipotesi di rendimenti crescenti, eventuali liquidazioni non programmate possono danneggiare la redditività di un portafoglio esistente che presenta elevate perdite in conto capitale.

In particolare, in caso di rendimento decrescenti il bilancio di una com-

pagnia vita vede aumentare il valore delle passività in misura superiore al valore degli attivi finanziari, che implica una riduzione del capitale disponibile e quindi della sua solvibilità.

La figura 2 mostra come da un aumento di valore delle passività più che proporzionale a quello degli attivi deriva una compressione del capitale disponibile.

In altri termini questo è il motivo per il quale il portafoglio delle liabilities è detto essere più convesso rispetto a quello degli attivi finanziari.

La prima reazione a questo scenario è quella di assumere maggiori rischi finanziari per avere maggiori rendimenti, con il rischio di avere maggiori perdite in conto capitale e quindi un peggioramento del capitale disponi-

bile e quindi della solvibilità prospettica.

È evidente come sia cruciale un processo degli investimenti robusto, previsivo e che valuti tanti scenari di mercato anche avversi rispetto a quello medio previsto, per costruire un portafoglio “resiliente” ai diversi fattori di rischio.

Investment policy statement degli attivi a copertura dei prodotti di Ramo I

La gestione di un portafoglio a copertura dei prodotti assicurativi di Ramo I risulta particolarmente sfidante, in particolare nell'attuale e prospettico contesto di bassi rendimenti di mercato.

I portafogli assicurativi stanno, tra l'altro, aumentando la componente di investimenti in “private markets” che richiedono, da parte degli investitori, una sofisticata comprensione dei drivers di rendimento e dei rischi associati che differisce dalle considerazioni svolte in passato dove il solo investimento in titoli governativi ba-

stava a sostenere la redditività della compagnia. Utilizzando il framework “Investment Policy Statment” (“IPS”), dove si riassumono gli obiettivi e i vincoli della gestione finanziaria, è possibile schematizzare le opportunità e le criticità degli investimenti, per poi rappresentarli adeguatamente nel processo di asset allocation. Iniziamo quindi introducendo le variabili principali nella gestione di una compagnia di assicurazione:

- **Rendimento del portafoglio degli attivi e valore degli utili futuri**

Considerando l'obbligo di garantire un rendimento minimo o il capitale versato, l'obiettivo di rendimento della gestione finanziaria assicurativa di Ramo I deve avere come target minimo il rendimento garantito ai clienti maggiorato della redditività della compagnia rappresentato dalle la fees di gestione. Questo per far fronte agli impegni verso i clienti (rendimento garantito) e mantenere intatta

la redditività della compagnia la cui componente più importante è definita dal Value of Inforce ("VIF") cioè il valore attuale di tutti i profitti futuri (fees di gestione in primis) calcolati sotto determinate condizioni di mercato. È importante sottolineare che il calcolo del rendimento assicurativo differisce dal rendimento total return, "al mercato". Infatti, non si tiene conto delle plusvalenze latenti ma bensì considera solo i redditi effettivamente realizzati (cedole o dividendi, scarti di emissione e negoziazione, le plusvalenze o minusvalenze realizzate):

Rendimento assicurativo = (cedole + dividendi + scarto di emissione + plusvalenze/minusvalenze realizzate)/Capitale medio

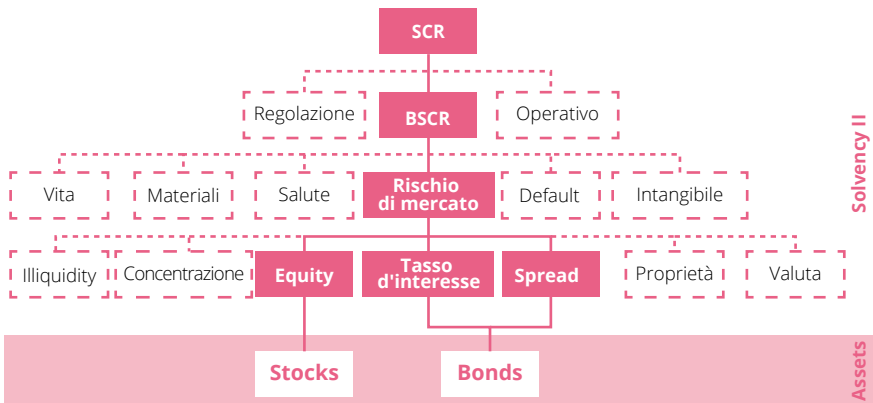
La presenza del capitale medio rappresenta un altro elemento che differenzia questa gestione da quella dei fondi di investimento dove i rendimenti sono relativi

ad ogni singola quota di capitale investito; il rendimento ottenuto dagli investitori nelle polizze assicurative tiene conto del capitale medio e del principio della mutualità. I nuovi clienti beneficiano della redditività ottenuta con gli investimenti fatti dai clienti precedenti e contribuisce quindi a quella dei clienti futuri, in positivo e in negativo. Quindi, in periodi di tassi crescenti i nuovi investimenti consentono di far aumentare i rendimenti della gestione assicurativa anche per quelli precedenti, e viceversa in una fase di rendimenti decrescenti.

- **Capitale regolamentare**

Considerando il rapporto fiduciario con i clienti e le garanzie fornite, la gestione dei rischi finanziari rimane tra le attività più importanti. Al fine di tutelare gli investitori e limitare il rischio di insolvenza delle compagnie di assicurazione, il regolatore nazionale, l'IVASS, e quello internazio-

Figura 3
II Solvency Capital Requirement



Fonte: ScienceDirect

nale, l'EIOPA, hanno definito degli standard sempre più stringenti che regolano le attività di investimento.

In Italia l'IVASS ha rivisto, nel 2016, le regole per gli investimenti degli attivi a copertura dei prodotti di ramo I, ampliando la possibilità di investire in diverse categorie di investimento ma richiedendo esplicitamente una sempre maggiore comprensione dei rischi assunti.

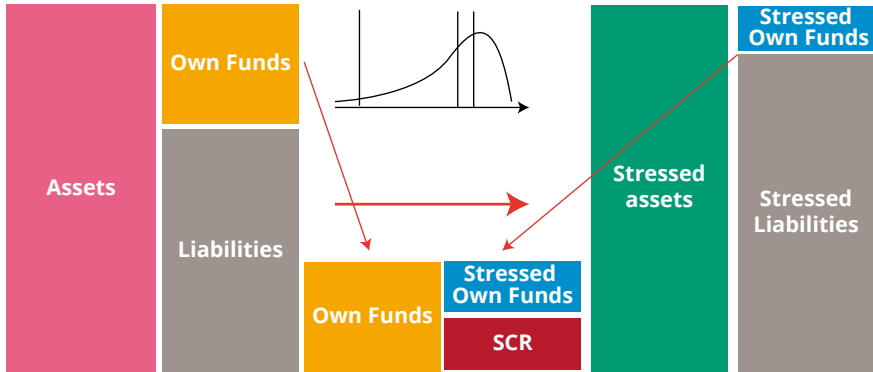
In Europa lo standard regolamentare per la determinazione del capitale regolamentare minimo per far fronte al business assicurativo prende il nome di Solvency II. Senza entrare nei dettagli della metodologia, il Solvency Capital Requirement (SCR) definito come il capitale minimo richiesto e il

Solvency Ratio, definito come il rapporto tra il Patrimonio della Compagnia ("Own Funds") e l'SCR, cambiano il modo in cui si gestiscono gli attivi finanziari. L'SCR è una metrica di rischio che tiene conto non solo del rischio finanziario ma anche di quelli propri del business assicurativo come i rischi attuariali legati all'assunzione delle polizze ("underwriting risk").

Con specifico riferimento alla componente dell'SCR legata ai rischi finanziari ("SCR Market"), il capitale regolamentare richiesto, per chi applica la formula standard (invece del modello interno che è calibrato sulla storia del proprio portafoglio di attivi finanziari e passivi assicurativi) è

Figura 4 Variazione dei Basic Own funds

Solvency II balance sheet Expected Value



Fonte: Università degli studi di Roma "La Sapienza": "SOLVENCY II: aspetti introduttivi, struttura generale della Standard Formula ed il Non-Life Underwriting Risk"

calcolato come la differenza tra il valore di mercato "stressato" dei portafogli di asset e il valore di mercato delle liabilities: in pratica si definisce la quota parte degli shock negativi sul portafoglio degli attivi che possono essere assorbiti dal portafoglio delle liabilities e la parte "a carico" della compagnia di assicurazione, per l'appunto l'SCR.

L'asset allocation deve, quindi, avere un orizzonte temporale lungo e comunque coerente con il profilo delle scadenze delle liabilities, intercettando al variabilità, nel lungo periodo, dei contesti di mercato.

Quindi, in considerazione dell'orizzonte temporale e della minore di-

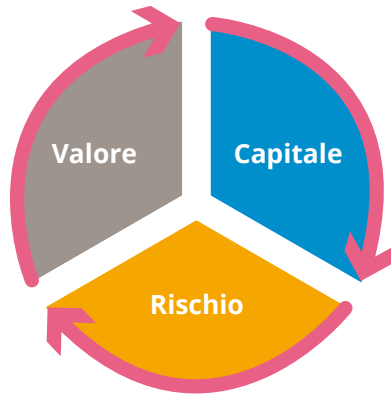
namicità nel modificare il portafoglio di investimento, per vincoli anche contabili soprattutto nella definizione del rendimento della gestione, è richiesta anche la valutazione della solvibilità prospettica.

Questa analisi, anche se dipendente dalle ipotesi utilizzate, è importante per valutare la sostenibilità nel tempo del business plan della compagnia e della asset allocation strategica permettendo inoltre di conoscere quali siano gli scenari di mercato più avversi al portafoglio.

Gli indirizzi nella gestione del capitale e delle redditività della compagnia sono riflessi in un processo organico che è definito come il Risk Appetite Framework ("RAF").

Il RAF rappresenta la massima sintesi dei principali obiettivi di una compa-

Figura 5
Relazione tra variabili: valore, rischio e capitale



gnia di assicurazione; la generazione del valore ha associato un certo livello di rischio che determina un livello di capitale regolamentare secondo le regole Solvency II.

Il livello di capitale associato è, quindi, oggetto di discussione e la decisione può portare ad una riduzione all'assunzione dei rischi e conseguentemente ad una diminuzione del livello di capitale associato o una necessità di assumere maggior rischi, per aumentare la redditività ma che impone un livello di capitale più elevato: da qui la relazione circolare tra le tre variabili, valore, rischio e capitale, di tipo circolare (Figura 5).

Le principali linee guida del RAF sono schematizzate nella Figura 6.

I principali obiettivi sono quelli di definire la Risk Strategy: quali sono i rischi che una compagnia di assicu-

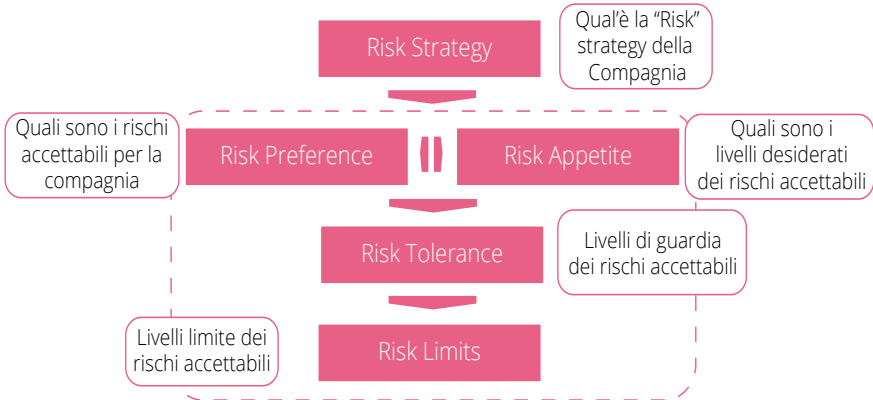
razione vuole gestire, quelli che vuole minimizzare e quelli non accettabili. Per i rischi che ha deciso di gestire e minimizzare (Risk Preference) definisce dei livelli di attenzione.

Con specifico riferimento al Solvency Ratio, lo stato di salute di una compagnia di assicurazione, in termini di dotazione di capitale disponibile, si definiscono dei soft limit, hard limit e risk capacity che sono livelli, raggiunti i quali, si attivano diverse leve gestionali ("management action") fino alla ricapitalizzazione della compagnia (Figura 7).

IPS constraints

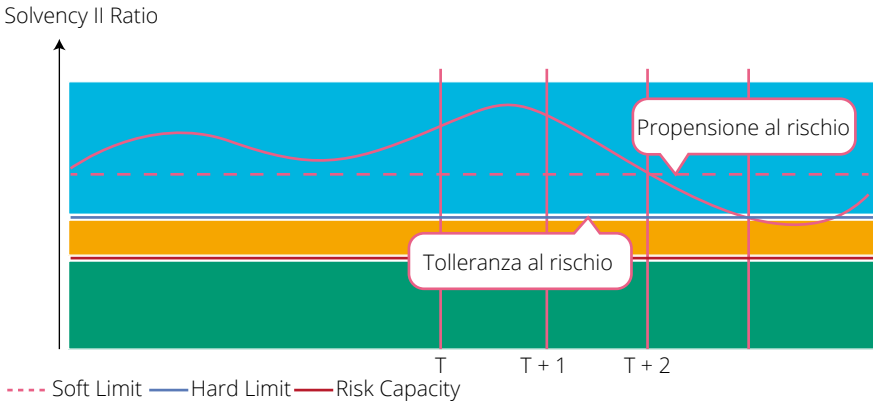
Definiti gli obiettivi principali nella gestione degli attivi di un portafoglio di Ramo I è importante definire quali sono i principali vincoli che limitano e caratterizzano il processo di investimento.

Figura 6
Linee guida del RAF



Fonte: CFA Institute

Figura 7
Analisi rischio - Solvency II Ratio



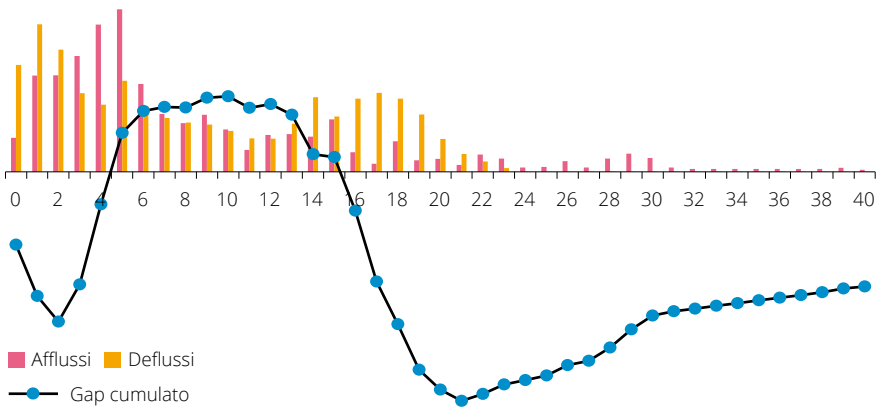
Fonte: CFA Institute

• **Liquidità**

il processo di allocazione deve tener conto della gestione dei flussi di cassa. L'obiettivo è di gestire le li-

quidazioni limitando le management action del portafoglio in condizioni di mercato avverse; per far fronte alle liquidazioni è meglio non dismette-

Figura 8
Andamento flussi di cassa



Fonte: CFA Institute

re asset finanziari in condizioni di mercato dove i portafogli hanno accumulato minusvalente di mercato latenti. Per limitare la possibilità di “mismatch” i modelli di Asset e Liability Management (“ALM”) per l’asset allocation devono proiettare i flussi di cassa del passivo e degli attivi sotto tanti e diversi scenari di mercato. L’obiettivo è minimizzare il mismatch ma anche l’impatto sul rendimento attribuito ai clienti e il conto economico della compagnia.

• **Universo investibile**

Considerando la natura delle prestazioni legate ai contratti di Ramo I è facile ipotizzare che gli investimenti in titoli obbligazionari rappresentano la percentuale maggiore nei portafogli. A tal fine è utile sottolineare come, negli ultimi anni, molte compagnie

hanno aumentato l’investimento in strumenti alternativi, i c.d. investimenti in economia reale, spinte dalla ricerca dei rendimenti e diversificazione del portafoglio. Ovviamente, l’universo investibile deve essere coerente con la normativa assicurativa di riferimento, cioè i regolamenti IVASS in materia di attivi a copertura delle riserve tecniche.

Il processo di asset allocation strategica in un portafoglio di Ramo I

Avendo definito le caratteristiche principali del business assicurativo del ramo vita, possiamo introdurre il processo di definizione dell’asset allocation strategica. Come più volte evidenziato l’analisi, svolta tipicamente dal dipartimento di (“ALM”), rappresenta il vero timone nella gestio-

ne della compagnia che ne influenza i risultati aziendali. Ad esempio in passato, grazie a condizioni di mercato più favorevoli, l'allocazione degli investimenti seguiva lo sviluppo dei nuovi prodotti ma, nell'attuale contesto, anche a causa di una accesa competizione commerciale, l'asset allocation deve valutare ex ante le caratteristiche di rendimento e rischio dei nuovi prodotti, al fine di concentrare il design delle nuove polizze assicurative verso soluzioni più efficienti dal punto di vista del capitale.

Il processo parte con la definizione dei target di rendimento, su diversi orizzonti temporali, delle asset class che fanno parte dell'universo investibile.

La Tabella 1 mostra alcune delle variabili finanziarie maggiormente utilizzate in questa fase iniziale.

Lo step successivo è una di quelle cruciali per l'intero processo: la proiezione di diversi scenari per ognuna delle variabili, che tenga conto del loro rischio (volatilità) e correlazioni.

I software utilizzati devono avere la necessaria duttilità per identificare i legami tra le varie asset class, attraverso l'implementazione di modelli che uniscano la semplicità all'adeguata rappresentazione dei fenomeni empirici osservati in passato.

Queste simulazioni sono tipicamente di tipo "real world" ("RW"), cioè le varie categorie di investimento hanno tutte un diverso rendimento atteso e differente volatilità. Tipicamente le simulazioni includono l'evoluzione delle strutture a termine dei rendimenti per le varie economie/paesi con step mensile e su un orizzonte temporale di 60 anni, per tener conto del run-off delle riserve tecniche, in pratica degli impegni verso gli assicurati.

Ottenuto un numero statisticamente significativo di scenari, la cui media è rappresentata dai rendimenti attesi, si utilizza un sistema di proiezione dei portafogli di attivi finanziari e liabilities per la valutazione congiunta, nei diversi stati del mondo rappresentati appunto dagli scenari. Si ottengono così stime della performan-

Tabella 1**Variabili finanziarie per fase iniziale processo di asset allocation**

Governativi
<i>Struttura a termine (nodi 3m-30 anni)</i>
Swap
Governativi Tedeschi
Governativi Italiani
Governativi Statunitensi
Governativi UK
Governativi Giapponesi
<i>Total Return</i>
Area Euro
Globali

High Yield
<i>Struttura a termine (nodi 3m-30 anni)</i>
Area Euro
<i>Total Return</i>
US
Area Euro
Globali

Equity
<i>Total Return</i>
Area Euro
US
JPY
Globali

Corporate
<i>Struttura a termine (nodi 3m-30 anni)</i>
Invest. Grade area Euro Financial
Invest. Grade area Euro Non Financial
<i>Total Return</i>
Invest. Grade US
Invest. Grade Globali

Emerging Market
<i>Total Return</i>
Hard Currency
Local Currency
Corporate Hard Currency
Equity

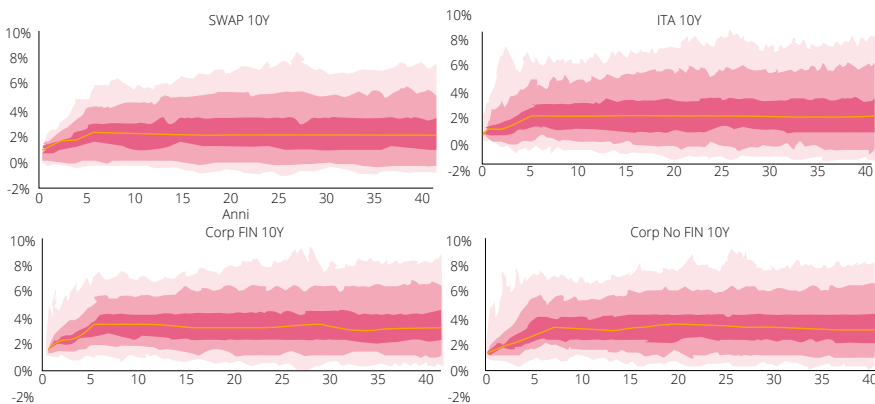
Inflazione
<i>CPI</i>
Area Euro
Italia
US
UK
JPY

Fonte: CFA Institute

Tassi di Cambio
<i>Livelli</i>
EUR/USD
EUR/CNY
EUR/GBP
EUR/JPY
EUR/EM BASKET (JP MORGAN EMCI)

Alternativi
<i>Total Return</i>
Real Estate Equity Core area EU, UK, Nord America
Real Estate Equity Value Added area EU, UK, Nord America
Real Estate Debt Senior EU, US
Real Estate Debt Mezzanine EU, US
Hedge Fund Tactical
Hedge Fund Relative
Hedge Fund Directional
Private Equity Buy-Out EU,US
Private Equity Venture Capital EU
Infrastructure Bond EU, US
Infrastructure Equity EU, US
Private Debt Senior Secured EU, US
Private Debt Unitranche EU, US
Non Performing Loan EU,US

Figura 9
Stime performance investimenti



Fonte: CFA Insite

ce degli investimenti consentendo di valutare l'impatto sugli impegni verso gli assicurati e sulla redditività delle compagnia di assicurazione.

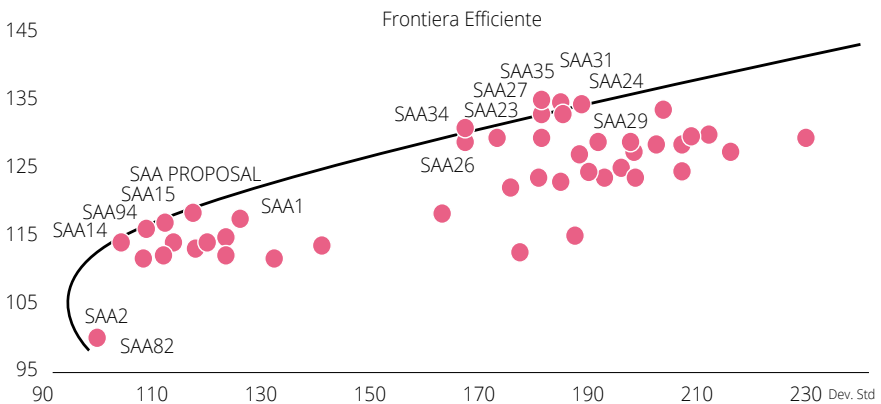
Questo esercizio viene fatto non solo proiettando la composizione del portafoglio in essere ma anche per tutti quelle allocazioni considerate. È importante notare che le allocazioni ottimali, che sono tali considerando le evoluzioni di rendimento e di rischio durante tutto il business cycle, non sono calcolabili in formula chiusa prima delle relative simulazioni ma sono bensì il risultato di considerazioni ed ipotesi formulate in relazione a stu-

di e approfondimento sull'evoluzioni dei mercati finanziari. Soltanto il loro confronto su un piano cartesiano di rischio rendimento permette di valutare i risultati delle ipotesi effettuate. I portafogli efficienti vengono analizzati utilizzando la lente dell'assorbimento capitale corrente e prospettico, per valutare il rispetto degli obiettivi e limiti individuati nel risk appetite framework.

Conclusioni

L'asset allocation in una compagnia di assicurazione vita è una ottimizzazione:

Figura 10
Confronto allocazioni ottimali



Fonte: CFA Institute

- LDI: è necessario tener conto degli impegni verso gli assicurati
- multiperiodale: ad ogni istante di tempo della proiezione temporale dei portafogli è necessario tener conto della redditività ottenuta negli istanti di tempo precedenti
- “mark-to-market” ma con molti vincoli: i diversi principi contabili che influenzano la redditività complessiva della compagnia, gli assorbimenti di capitale, ecc

Il processo deve integrare le evoluzioni dei piano prodotti che si vogliono commercializzare, il risk appetite degli azionisti per ottenere una redditività per i clienti stabile e competitiva nel tempo.

Un processo robusto e reliable è, quindi, un elemento importante per la definizione di una strategia di successo di una compagnia di assicurazione.

Creare obiettivi di investimento chiari e appropriati

a cura di **Vanguard**

Un obiettivo d'investimento appropriato dovrebbe essere misurabile e raggiungibile. Il successo di un investimento non dovrebbe dipendere da rendimenti straordinari, né da esigenze di risparmio o di spesa impraticabili.

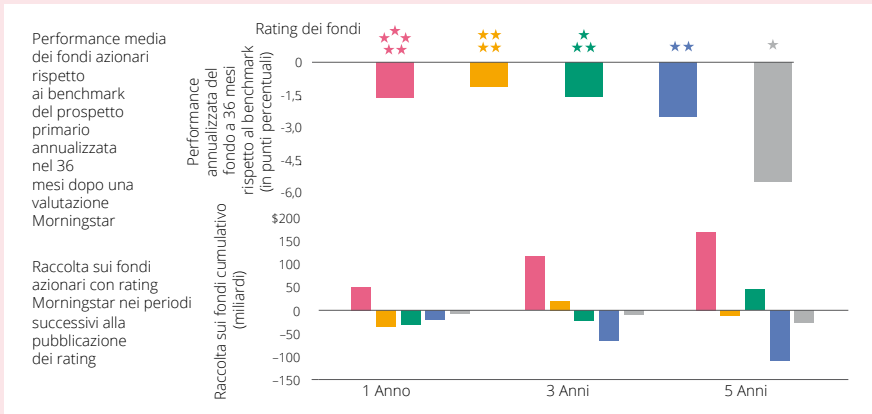
Definire obiettivi chiari ed essere realistici sui modi per raggiungerli può aiutare a proteggere gli investitori da errori comuni che fanno deragliare i risparmi. Per questo diventa importante aiutare gli investitori a riconoscere i propri limiti, soprattutto quelli che comportano l'assunzione di rischi: è essenziale per poter sviluppare un piano di investimento adeguato che comprenderà attese specifiche e raggiungibili.

I risultati scoraggianti spesso derivano dall'inseguimento dei rendimenti complessivi del mercato, una strategia non sana che può sedurre gli investitori che non hanno piani ben fondati per raggiungere i propri obiettivi. Senza un piano, gli investitori possono essere tentati di costruire un portafoglio basato su fattori transitori come i rating dei fondi - qualcosa che può equivalere a una strategia "compra alto, vendi basso".

Un solido piano d'investimento - o una dichiarazione di politica degli investimenti, per le istituzioni - inizia delineando l'obiettivo dell'investitore e gli eventuali vincoli significativi che l'investitore si pone. La definizione di questi elementi è essenziale perché il piano deve essere adatto all'investitore; copiare altre strategie può rivelarsi poco saggio. Poiché la maggior parte degli obiettivi sono a lungo termine, il piano dovrebbe essere progettato per durare nel tempo attraverso i cambiamenti del mercato, e dovrebbe essere abbastanza flessibile da adattarsi agli imprevisti lungo il percorso. Se l'investitore ha più obiettivi (ad esempio, pagare sia il pensionamento sia le spese per il college di un figlio), ognuno di essi deve essere contabilizzato. Una volta che il piano è in atto, l'investitore dovrebbe valutarlo a intervalli regolari. Il vincolo principale per il raggiungimento di qualsiasi obiettivo è la tolleranza dell'investitore al rischio di mercato. È importante sottolineare che il rischio e il potenziale rendimento sono generalmente correlati, in quanto il desiderio di un maggiore rendimento richiederà una maggiore esposizione al rischio di mercato.

Nella maggior parte dei casi, l'orizzonte temporale dell'investimento è un altro vincolo fondamentale; ad esempio, una dotazione universitaria con un orizzonte teoricamente infinito

Gli investitori tendono ad acquistare fondi con rating elevato, ma i rating sono una guida inaffidabile per il futuro



Fonti: i dati della raccolta sui fondi, sui rendimenti dei fondi, sui rating e sui rendimenti in eccesso sono stati forniti da Morningstar, Inc. Ulteriori informazioni sono state presentate in Philips e Kinniry (2010). Note: le valutazioni Morningstar sono progettate per riunire in un'unica valutazione rendimenti, rischi e aggiustamenti per i carichi di vendita. Per determinare la valutazione a stelle di un fondo per un determinato periodo di tempo (tre, cinque o dieci anni), il rendimento corretto per il rischio del fondo viene tracciato su una curva a campana. Se il fondo ottiene un punteggio nel 10% più alto della sua categoria, riceve cinque stelle; nel successivo 22,5%, quattro stelle; nella metà il 35%, tre stelle; nel successivo 22,5%, due stelle; e nel 10% inferiore, una stella. La valutazione complessiva è una media ponderata delle valutazioni disponibili di tre, cinque e dieci anni. Per calcolare la performance media rispetto al benchmark primario del prospetto, Vanguard ha prima raggruppato i fondi gestiti attivamente in base alle loro valutazioni a stelle al 1° gennaio 2016. Abbiamo quindi calcolato l'eccesso di rendimento medio annualizzato rispetto al benchmark primario del prospetto per il successivo periodo di 36 mesi fino al Dicembre 2019.

potrebbe assumere alcuni rischi che non sarebbero saggi per un investitore che cerca di finanziare l'istruzione universitaria di un bambino. Altri vincoli possono includere l'esposizione a tasse, requisiti di liquidità, questioni legali o fattori unici come il desiderio di evitare completamente certi investimenti. Poiché i vincoli possono cambiare nel tempo, dovrebbero essere attentamente monitorati.

Senza un piano, gli investitori spesso costruiscono i loro portafogli dal basso verso l'alto, concentrandosi su investimenti frammentari piuttosto che sul modo in cui il portafoglio nel suo insieme serve l'obiettivo. Un altro modo per caratterizzare questo processo è la "raccolta di fondi": questi investitori sono attratti da un determinato fondo e, se sembra interessante, lo acquistano, spesso senza pensare a come o dove possa rientrare nell'allocazione complessiva.

La figura dimostra che tale comportamento sia improduttivo. Mostra come gli investitori tendano ad affollare i fondi con rating elevati, anche se tali rating si sono dimostrati una guida inaffidabile per la performance futura.

Anche se prestare molta attenzione a ciascun investimento può sembrare logico, questo processo può portare a un assemblaggio di partecipazioni che non soddisfa le esigenze finali dell'investitore. Di conseguenza, il portafoglio può finire per concentrarsi in un determinato settore di mercato, o può avere così tante partecipazioni che la supervisione del portafoglio diventa onerosa. Il più delle volte, gli investitori sono indotti in tali squilibri da errori comuni ed evitabili, come la ricerca della performance o la reazione a "rumors" del mercato. Il modo migliore per lavorare verso un obiettivo di investimento è quello di iniziare a definirlo in modo chiaro, di dare un'occhiata ai mezzi per raggiungerlo, e poi creare un piano dettagliato e specifico. Essere realistici è essenziale per questo processo: gli investitori devono riconoscere i loro vincoli e comprendere il livello di rischio che sono in grado di accettare. Devono anche avere gli occhi lucidi sui mercati, perché la ricerca ha dimostrato che puntare le proprie speranze su rendimenti di mercato superiori alle aspettative - o sulla ricerca di investimenti che superino le prestazioni del mercato - non è la strada più probabile per il successo.

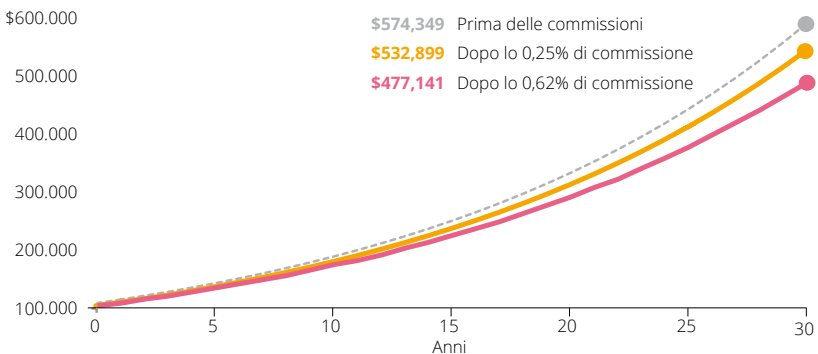
L'asset allocation e la diversificazione sono, poi, altri due strumenti potenti per raggiungere un obiettivo d'investimento. L'allocatione di un portafoglio tra le classi di attività determinerà gran parte del suo rendimento - e la maggior parte del suo rischio di volatilità. Un'ampia diversificazione riduce l'esposizione di un portafoglio a rischi specifici, offrendo al contempo l'opportunità di beneficiare degli attuali trend dei mercati.

Un altro fattore determinante è la riduzione al minimo dei costi: non c'è motivo di pensare di ottenere di più se si paga di più. Invece, ogni dollaro pagato per le commissioni di gestione o le commissioni di trading è semplicemente un dollaro in meno di potenziale guadagno potenziale. Il punto chiave è che - a differenza dei mercati - i costi sono ampiamente controllabili.

La figura illustra quanto fortemente i costi possano influenzare la crescita del portafoglio a lungo termine. Rappresenta l'impatto delle spese su un orizzonte temporale di 30 anni in cui un ipotetico portafoglio con un valore di partenza di 100.000 dollari cresce in media del 6% all'anno. Nello scenario a basso costo, l'investitore paga lo 0,25% delle attività ogni anno, mentre nello scenario ad alto costo, l'investitore paga lo 0,62%, ovvero l'indice di spesa medio ponderato per le attività dei fondi azionari statunitensi al 31 dicembre 2019 (indice di

L'impatto a lungo termine dei costi di investimento sul portafoglio

Supponendo un saldo iniziale di \$ 100.000 e un rendimento annuo del 6%, che viene reinvestito



Fonti: calcoli Vanguard, utilizzando i dati di Morningstar, Inc.

Note: i saldi di portafoglio indicati sono ipotetici e non riflettono alcun investimento particolare. La tariffa non è garantita. I saldi del conto finale non riflettono alcuna imposta o sanzioni che potrebbero essere dovute al momento della distribuzione. I costi sono un fattore che può influire sui rendimenti. Potrebbero esserci altre differenze sostanziali tra i prodotti che devono essere considerate prima di investire.

spesa medio secondo i calcoli di Morningstar). L'impatto potenziale sui saldi del portafoglio in tre decenni è reale - una differenza di oltre 55.000 dollari tra lo scenario low-cost e quello high-cost.

Gli investitori non possono controllare i mercati, ma spesso possono controllare ciò che pagano per investire. E questo può fare un'enorme differenza nel tempo.

Infine, poiché l'investimento suscita emozioni, anche gli investitori più sofisticati dovrebbero armarsi di una prospettiva a lungo termine e di un approccio disciplinato. Abbandonare una strategia di investimento pianificata può essere costoso, e la ricerca ha dimostrato che alcuni dei più significativi deragliatori sono comportamentali: il mancato riequilibrio, il fascino del market-timing e la tentazione di inseguire la performance.

Molto più affidabile dei mercati è un programma di risparmio costante. Dare contributi regolari a un portafoglio, e aumentarli nel tempo, può avere un impatto sorprendentemente potente sui risultati a lungo termine.

**Informazioni importanti su quanto contenuto in questo articolo e su VCMM sono disponibili a pag. 96*

CAPITOLO 2

ASSET ALLOCATION PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

**di Riccardo Rasi, CFA
e Danilo Giuliani**

La definizione di una asset allocation (AA), ovvero il processo di suddivisione del patrimonio investibile su diverse classi di attivo, rappresenta uno dei compiti e delle decisioni più rilevanti per un investitore istituzionale. Infatti, la AA ha storicamente spiegato tra il 50% e il 90% dei rendimenti ex-post (*Ibbotson, Roger & Kaplan, Paul. (2001). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, 100 Percent of Performance?. Yale School of Management, Yale School of Management Working Papers. 56. 10.2469/faj.v56.n1.2327*). I risultati della gestione, attiva o passiva che sia, per singola asset class (cosiddetta “manager/security selection”), la capacità di entrare e uscire dal mercato nelle tempistiche migliori (cosiddetto “market timing”) e le commissioni pagate spiegano invece il restante 10-50% complessivamente.

Come per ciascuna tipologia di investitore, generalmente l’asset allocation dovrebbe far parte di un documento di più ampio respiro che definisce la politica di investimento o

“IPS”, “Investment Policy Statement” dove vengono stabiliti gli obiettivi di rendimento e la tolleranza al rischio dell’investitore e ne evidenzia i vincoli, normativi e finanziari, così come l’orizzonte temporale. L’IPS dovrebbe inoltre specificare il modello gestionale di asset allocation adottato, le classi di attivo e gli strumenti utilizzabili tra i quali lo schema di asset allocation, spesso declinata in asset allocation strategica (SAA) e asset allocation tattica (TAA).

In questo primo paragrafo vengono introdotti i principali contenuti della IPS di un investitore istituzionale.

Nel paragrafo a seguire verranno approfonditi i concetti di SAA e TAA, così come altre scelte strategiche tipicamente contenute nell’IPS come la definizione del modello alla base della definizione del portafoglio, la definizione di un benchmark e la politica di ribilanciamento.

Approccio gestionale ed obiettivi

Gli obiettivi di rendimento e rischio di un investitore istituzionale dipendo-

no irrimediabilmente dalla tipologia di quest'utilmo.

Fondi pensione, in particolare quelli a prestazione definita, assicurazioni e banche hanno generalmente obiettivi di rendimento dettati dal profilo delle passività ed in particolare volti alla copertura delle stesse (cosiddetto "rendimento target"). L'IPS e la definizione dell'SAA non possono quindi prescindere dall'analisi integrata di attività e passività (cosiddetta "ALM - Asset Liability Management). L'approccio gestionale è quindi spesso definito "liability-driven".

Il principale rischio per gli investitori liability-driven è rappresentato dal mancato raggiungimento del rendimento target e di conseguenza, seppur l'orizzonte temporale risulti generalmente lungo, l'approccio agli investimenti è solitamente piuttosto conservativo.

Fondi pensione a contribuzione definita e fondazioni hanno generalmente obiettivi di rendimento slegati dalle passività. L'obiettivo quindi risulta essere la massimizzazione del rendi-

mento, dato un determinato budget o tolleranza al rischio. Gli obiettivi possono essere comunque relativi (protezione del capitale dall'inflazione) o assoluti (target di rendimento fissato, ad esempio per mantenere un livello costante di distribuzioni). L'approccio gestionale è quindi spesso definito "asset-only", poiché può riservare alle passività un ruolo di secondo piano. Di conseguenza, l'appetito al rischio è solitamente maggiore, poiché il mancato raggiungimento di un rendimento obiettivo non comporta l'incapacità di onorare delle passività prefissate.

Un terzo possibile approccio, goal-based, tipicamente più adatto ad investitori privati con obiettivo il raggiungimento di determinati obiettivi personali (e.g. necessità di protezione di un livello minimo di capitale, necessità di distribuzioni per far fronte a spese ricorrenti, etc.).

In questo capitolo ci concentreremo principalmente sui primi due approcci, i più comuni tra gli investitori istituzionali.

Classi di attivo

Gli investitori istituzionali, alla luce delle dimensioni elevate del patrimonio, dell'orizzonte temporale generalmente lungo e di una certa visibilità sulle uscite di cassa, hanno accesso e possibilità di investire su tutte le principali classi di attivo.

Per classi di attivo (o asset class), si intende genericamente qualsiasi tipologia di impiego possibile del patrimonio investibile. Esse racchiudono al loro interno attivi simili tra loro, che di conseguenza dovrebbero condividere un fattore di rischio sistematico comune e al tempo stesso, almeno in parte, decorrelato dai fattori di rischio delle altre classi.

Il processo di asset allocation consiste nello scegliere i pesi da assegnare a ciascuna asset class, sulla base degli obiettivi e della tolleranza al rischio di ciascun investitore.

Solitamente ciascuna asset class dovrebbe mostrare:

- I titoli o attivi all'interno di un asset class dovrebbero avere tra loro caratteristiche simili, sia da

un punto di vista descrittivo che statistico, e generalmente avere tra loro un livello di correlazione dei rendimenti elevato (condividendo quindi il fattore di rischio sistematico);

- Le asset class tra loro dovrebbero, al contrario di quanto sopra, risultare diverse sia da un punto di vista descrittivo che statistico, esibendo esposizioni a fattori di rischio diversi e di conseguenza mostrando correlazioni basse o negative;
- Ciascun titolo o attivo non dovrebbe essere classificato all'interno di due diverse classi di attivo;
- Ciascuna asset class dovrebbe contenere titoli investibili e relativamente liquidi (in questa sede da intendersi come almeno la presenza di un mercato secondario).

Le macro-asset class più comuni sono solitamente le seguenti:

- Azionario;
- Obbligazionario;

- Liquidità;
- Alternativi.

Ciascuna asset class può essere suddivisa a sua volta in diverse sub-asset class; il livello di granularità necessario per la definizione dell'asset allocation dipende da ogni singolo investitore ed è solitamente inversamente proporzionale sia al grado di sofisticazione, che alle dimensioni del patrimonio investibile.

All'interno dell'azionario le suddivisioni più comuni risultano quelle geografica, ad esempio tra paesi sviluppati ed emergenti e per caratteristiche dei titoli sottostanti (e.g. aziende "value vs growth", con riferimento ai multipli di valutazione, o "small vs big" con riferimento alla capitalizzazione di mercato).

All'interno dell'obbligazionario la distinzione più importante risulta generalmente essere tra emissioni governative (a loro volta dei paesi sviluppati o emergenti) ed emissioni societarie. Altra distinzione particolarmente rilevante è quella per merito creditizio ("rating"), che suddivide

le obbligazioni tipicamente in titoli ad alto merito creditizio ("Investment grade") e a basso merito creditizio ("high yield"). I titoli high yield, tuttavia, per le caratteristiche esibite dai loro rendimenti, soprattutto nei momenti di stress, possono essere considerati più simili alle azioni, che alle obbligazioni. L'asset class "Alternativi", così definita negli anni '80, in quanto racchiude al suo interno classi di attivo non tradizionali (e.g. azionario, obbligazionario e liquidità), meriterebbe in realtà una definizione meno generica al giorno d'oggi, anche alla luce del fatto che la maggior parte degli investitori istituzionali ne fanno ormai ampio uso. Al suo interno le principali sub-asset class generalmente sono:

- Private Equity, Private Debt e investimenti Infrastrutturali (di debito o di equity): Titoli di capitale e di debito di aziende non quotate (private markets);
- Hedge Funds, Liquid Alternatives: strategie alternative, solitamente senza benchmark relativi, con capacità di intraprendere posizioni

long e short ed eventuale utilizzo di strumenti derivati, ma generalmente attive su titoli quotati su mercati (alternative public markets);

- Real Estate (che può riguardare titoli quotati o meno, piuttosto che immobili detenuti direttamente);
- Commodities (che può riguardare titoli quotati o meno).

Anche per gli investimenti “alternativi”, la granularità delle sub-asset class può risultare estremamente elevata ed è funzione delle dimensioni e sofisticazione dell’investitore. Generalmente le asset class alternative dovrebbero mostrare bassi livelli di correlazione con le asset class tradizionali e sono caratterizzate da un livello minore di liquidità (probabilmente con l’esclusione delle commodities negoziate tramite derivati quotati ed esposizioni al real estate tramite titoli o fondi quotati, i.e. i REITs). Il loro utilizzo è suggerito solo per quegli investitori con un’orizzonte temporale ampio e necessità di liquidabilità degli investimenti ridotta.

Asset Allocation Strategica

Con il termine strategic asset allocation o SAA, ovvero l’asset allocation target di lungo periodo di un investitore istituzionale, generalmente si fa riferimento al processo di definizione dell’asset allocation sulla base dei rendimenti e rischi attesi dall’investitore stesso, combinati con gli obiettivi ed i vincoli dell’investitore (generalmente contenuti in un documento di politica di investimento). In sostanza, si cerca di massimizzare la probabilità di raggiungimento degli obiettivi dell’investitore, sulla base delle condizioni di mercato ed i vincoli esistenti.

Scelte strategiche di implementazione

Solitamente il punto di partenza di un asset allocation dovrebbe essere il cosiddetto “global market portfolio”, ovvero quel portafoglio che contiene tutte le asset class investibili, sulla base del loro valore di mercato. Da un punto di vista teorico, rappresenta il portafoglio che minimizza il ri-

schio di mercato diversificabile, maggiormente diversificato e che ciascun investitore potrebbe detenere. Tuttavia tale portafoglio rimane teorico, poiché nessun investitore è in grado di investire in tutti i possibili asset, ma rimane in ogni caso un possibile punto di partenza per la definizione di qualsiasi asset allocation.

Altre scelte strategiche riguardano:

- Gestione attiva o passiva dell'asset allocation: generalmente con gestione attiva dell'asset allocation si fa riferimento al concetto di "asset allocation tattica" (TAA), ovvero alla variazione dei pesi definiti in sede di SAA, generalmente temporanea e con un orizzonte temporale di breve/medio termine, sulla base della view di mercato dell'investitore e/o situazioni contingenti;
- Gestione attiva o passiva per ciascuna asset class: nel caso della gestione passiva le previsioni dell'investitore su una specifica asset class diventano irrilevanti e l'investitore manterrà esposi-

zione su una determinata classe di attivo in base ai pesi definiti dal mercato. La gestione attiva generalmente prevede invece variazioni dei pesi di ciascun titolo all'interno di una asset class. La scelta tra passivo e attivo generalmente si dovrebbe basare su considerazioni di: efficienza dell'asset class in oggetto (maggiore l'efficienza, minori i vantaggi di una gestione attiva); investibilità e liquidità dell'asset class (minore facilità di accesso ad una determinata asset class, maggiori vantaggi per una gestione attiva); vincoli riguardo considerazioni ESG dell'investitore (che fanno divergere il portafoglio da quello di mercato e necessitano di una scelta attiva); vincoli normativi e/o trattamenti fiscali delle diverse tipologie di gestione;

- Risk Budgeting: tipologia di rischi da assumersi e quanto rischio assumersi (cosiddetto risk budgeting) e come misurarlo (volatilità? "tail risk"? drawdown?);

**Solitamente
il punto di partenza
di un asset allocation
dovrebbe essere
il cosiddetto
"global market portfolio"**

- Ribilanciamenti: come e quando ribilanciare il portafoglio per portarlo ai pesi dell'SAA. Esistono diverse modalità, con pro e contro:
- il ribilanciamento temporale (generalmente semplice e con un livello di turnover contenuto, ma non sempre efficace ed utile, poiché ignora ciò che succede tra un ribilanciamento ed un altro e, seppur fissato in partenza, può produrre turnover e costi di ribilanciamento inutile);
- il ribilanciamento su fasce di tolleranza percentuali (generalmente richiede un maggiore monitoraggio e potenzialmente aumenta il turnover, tuttavia interviene solo quando necessario e non solo per lo scorrere del tempo).

Il ruolo dell'SAA e TAA per gli investitori istituzionali

Partendo da un quadro generale, obiettivo primario, per ogni investitore istituzionale, nella realizzazione di una strategia di investimento, è l'individuazione di combinazioni effi-

centi in termini di rischio-rendimento nell'arco temporale preso a riferimento.

Andando nello specifico tuttavia, la formalizzazione di un'adeguata investment policy richiede l'individuazione di obiettivi e vincoli specifici dettati dal quadro normativo-regolamentare, dalla tipologia di investitore finale, dall'orizzonte temporale di riferimento e dalla natura dell'ente stesso. Soffermandoci su quest'ultimo punto occorre distinguere tra investitori istituzionali che sono, per loro natura, obbligati a seguire una politica di investimento basata sull'asset liability management e investitori che possono invece orientare la loro attività verso una politica asset only. Nel primo caso, la presenza di vincoli assunti in termini di impegni e garanzie di rendimento nei confronti degli investitori finali comporta infatti, per alcuni investitori istituzionali, il costante monitoraggio del gap tra montante degli investimenti ad una data scadenza e valore attuale delle passività a quella stessa data. È il

caso in particolare di fondi pensione a prestazione definita, imprese di assicurazione e casse professionali di previdenza le quali, avendo impegni contrattualmente fissati nei confronti dei propri iscritti o partecipanti, seguono un'attività distante da una gestione unicamente orientata all'allocazione ottimale in termini di performance tipica di OICR, gestioni di portafoglio fondi pensione a contribuzione definita e fondazioni bancarie. La definizione di un'adeguata investment policy dunque, nel caso dell'asset liability management prevede l'attenzione non solo a vincoli di liquidità ma anche a tematiche quali il cash flow matching, la gestione del rischio di prezzo e di tasso d'interesse attraverso la duration gap analysis e l'adozione di tecniche di hedging le quali, attraverso l'utilizzo di derivati o tecniche di portfolio insurance, consentono di far fronte a impegni pre-stabiliti.

Passo successivo rispetto alla definizione dell'investment policy, è la formalizzazione di un'adeguata strategia

di investimento che, nel caso degli investitori istituzionali va a sostanziarsi principalmente, in un approccio top down. Quest'ultimo, in contrapposizione all'approccio bottom up volto alla costruzione del portafoglio partendo dalla selezione di singoli titoli secondo analisi settoriali e fondamentali, è orientato alla costruzione del portafoglio di investimento partendo dalla selezione di macro asset classes nelle quali investire. Tale approccio risulta maggiormente adatto agli investitori istituzionali in quanto consente il raggiungimento di previsioni sui rendimenti caratterizzate da margini di errore ridotti. La previsione del rendimento atteso di classi omogenee di strumenti risulta infatti più agevole rispetto al caso di previsioni sui singoli titoli in quanto all'interno di una stessa asset class, i rischi specifici dei singoli tendono a compensarsi tra loro restringendo l'insieme dei fattori predittivi alle sole variabili fonti di rischio non diversificabile ovvero di mercato. La metodologia top down inoltre, grazie alla

più facile individuazione di fattori di rischio comuni tra asset class, determina una stima più accurata delle correlazioni e quindi un miglioramento effettivo della diversificazione del portafoglio.

In base all'approccio top down, le principali fasi nella gestione di portafoglio sono costituite da:

- asset allocation strategica
- asset allocation tattica

L'asset allocation strategica consiste nell'individuazione dei pesi che le diverse asset class devono mantenere in media nel portafoglio in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. In primo luogo, l'SAA prevede l'individuazione delle classi di investimento da includere nel portafoglio, intendendo come classi un pool di attività con caratteristiche omogenee in termini di combinazione rischio-rendimento, collocazione settoriale, geografica, duration e valuta. I criteri di classificazione delle varie asset class variano a seconda che si parli di comparto azionario, obbligazionario, monetario o alterna-

tivo, tuttavia, indipendentemente dalla macro asset class e dal grado di specificità nella classificazione delle stesse, risulta essenziale che ognuna di esse rispetti tre criteri fondamentali. L'eshaustività nel rappresentare in modo completo l'universo investibile, la coerenza e omogeneità degli strumenti che compongono l'asset class in termini di caratteristiche e esposizione a fattori di rischio e la differenziazione ovvero la non sovrapposizione di più asset class le quali devono essere il più possibile esposte a fattori macroeconomici e politici diversi.

Una volta scelte le classi di mercato nelle quali investire, è fondamentale l'individuazione di un benchmark come ruolo di indirizzo nell'asset allocation strategica. Secondo punto fondamentale nell'identificazione della macro struttura del portafoglio è infatti la definizione dei pesi i quali vengono determinati considerando le performance passate dei benchmark presi a riferimento, le previsioni delle variabili di mercato e le aspettative circa lo sviluppo dello scenario

economico globale per poi arrivare a previsioni sulle singole asset class prese in considerazione.

Il più utilizzato modello alla base della definizione del portafoglio è la mean variance optimization di Markowitz la quale, per diversi livelli di rendimento target, consente di determinare la composizione di portafoglio caratterizzata dal minor livello di rischio possibile in termini di standard deviation. L'originario modello di Markowitz è ovviamente oggi solo la base dei modelli utilizzati dagli investitori istituzionali nella creazione dei propri portafogli. Lo studio delle problematiche connesse all'originale modello in termini di instabilità dei risultati, bassa diversificazione e massimizzazione delle perdite in caso di errate previsioni sull'andamento futuro dei benchmark selezionati, ha portato alla realizzazione di modelli che, grazie all'inserimento di vincoli aggiuntivi e alla stima dei futuri rendimenti tramite tecniche bayesiane, sono in grado di intervenire su diversi livelli dell'originale modello generando portafogli

stabili, diversificati e in grado di incorporare views economiche di medio-lungo periodo.

La scelta di un benchmark nella rappresentazione di un'asset class può assumere due principali funzioni; esso può essere considerato come un qualcosa da replicare o in alternativa da battere. Nel primo caso si parla di gestione indicizzata, nel secondo caso invece di gestione attiva. Nonostante l'attività degli investitori istituzionali risulti essere storicamente maggiormente orientata verso una gestione indicizzata, negli ultimi anni si è assistito alla creazione di portafogli core satellite i quali costituiscono un approccio ibrido che vede il portafoglio diviso in due sottoporzioni; una caratterizzata da una gestione passiva con l'obiettivo di minimizzare il rischio e l'altra volta a una gestione attiva finalizzata alla realizzazione di overperformance rispetto al benchmark. Tale approccio nasce come reazione all'inevitabile riduzione dei rendimenti generati da un'allocazione risk free causata da una politica mo-

netaria che mantenendo i tassi nominali costantemente bassi ha determinato se pur in modo contenuto un aumento dell'inflazione e quindi una riduzione dei rendimenti. Tale struttura di portafoglio dunque mira a investire passivamente su quelle asset class per le quali anche una gestione attiva trova difficoltà nel generare alpha positivi e ad investire attivamente su quelle asset class individuate come potenzili generatrici di extra rendimento, quali ad esempio gli investimenti alternativi.

Infine, altro punto fondamentale nella definizione delle strategie di investimento consiste nella decisione di intraprendere una posizione long only oppure long short. Nel primo caso anche in presenza di previsioni particolarmente negative su un determinato comparto, non è possibile ricoprire posizioni corte.

L'asset allocation tattica, in opposizione a quella strategica consente di beneficiare di trend di mercato presenti nel breve periodo andando a sovrappesare o sottopesare le asset

class in portafoglio in base ad aspettative di breve termine. In altri termini, la TAA consente per brevi periodi di deviare dalla struttura strategica del portafoglio con l'obiettivo di realizzare extra performance rispetto al mercato. Fondamentale in quest'ottica è prevedere il corretto timing degli andamenti di mercato e le conseguenze che questi spostamenti possono avere sul rendimento delle asset class in portafoglio.

L'asset allocation tattica ha un ovvio impatto sia in termini di costi che in termini di rischio e impone quindi attenzione alla convenienza comparata in primo luogo tra possibile extra rendimento e costo e in secondo luogo tra rischio del portafoglio e propensione al rischio dell'investitore finale. Facendo riferimento a quest'ultimo punto, occorre evidenziare come la realizzazione di un'allocazione tattica, benchè ottenuta sulla base degli stessi modelli di ottimizzazione di quella strategica, sia realizzata andando a massimizzare il rendimento senza superare un livello

di sigma prefissato indicante il profilo di rischio dell'investitore finale.

In termini pratici, l'asset allocation tattica viene realizzata aggiungendo vincoli di upper e lower bound all'interno dei quali i pesi possono spaziare rispetto all'allocazione strategica presa sempre come punto di riferimento. Tra i modelli in grado di determinare il sovrappeso/sottopeso di un asset class, il modello di Black Litterman in abbinamento con l'ottimizzazione vincolata, è sicuramente il più utilizzato. Quest'ultimo infatti consente di risolvere il problema di una massimizzazione dell'errore potenziale legato alla stima dei rendimenti basata solo sulle performance storiche, andando ad inserire views relative ed assolute sull'evoluzione dei vari comparti, abbinate sempre con uno specifico livello di confidenza. Maggiore sarà il livello di confidenza associato alle views e maggiore sarà il discostamento dall'allocazione strategica fissata. Tuttavia, al fine di porre un limite ulteriore al discostamento della TAA dalla SAA, è spesso

inserito un vincolo massimo di VaR relativo. Un VaR relativo dell'8% con confidence level del 95% indica infatti una probabilità del 5% di registrare una perdita maggiore dell'8% rispetto a quanto registrato dal portafoglio strategico di partenza.

L'asset allocation tattica deve essere sempre supportata da una rigorosa definizione della politica di ribilanciamento ovvero una redistribuzione dei pesi delle asset class rispetto all'originaria strategia al fine soprattutto di evitare un'eccessiva assunzione di rischio. Il ribilanciamento periodico infatti, risulta fondamentale se si fa riferimento a un comportamento mean reverting delle asset class le quali non possono mantenere rendimenti indefinitamente alti o bassi.

Operativamente, la definizione di una strategia di ribilanciamento periodico impone la definizione di tempistiche e modalità di ribilanciamento. In relazione alle tempistiche, sono due le linee guida principalmente seguite; un ribilanciamento con frequenza predefinita e un ribilanciamento

basato sul superamento di soglie predefinite che può rispettivamente ricondurre direttamente all'originale asset allocation strategica oppure può semplicemente far rientrare i pesi all'interno della soglia fissata. Dal punto di vista metodologico invece, tipica nel mondo degli investitori istituzionali è la constant priority strategy considerata non solo come modalità per realizzare un periodico ribilanciamento ma anche come strategia per perseguire una protezione dinamica del patrimonio.

La constant priority strategy consente infatti di fissare una soglia minima nel valore di mercato del portafoglio al di sotto della quale non si vuole scendere e in base a questa genera il mix tra attività rischiose e non rischiose sulle quali investire. Le prime con l'obiettivo di generare rendimenti e le seconde con l'obiettivo di generare protezione. Il peso attribuito alle attività rischiose è quindi funzione della differenza tra valore di mercato del portafoglio e livello di soglia minima fissato in base a un multiplo

scelto a priori. La soglia minima corrisponde solitamente al valore attuale di un patrimonio del quale si vuole disporre ad una certa data, il multiplo invece indica la propensione al rischio dell'investitore finale. Nel caso limite di un multiplo pari a zero, la constant priority strategy va a coincidere con una strategia buy and hold, al crescere del parametro invece si va via via verso strategie più aggressive ed esposte al rischio. In particolare, nei casi in cui il multiplo risulta maggiore di uno, in mercati bullish il peso delle attività rischiose cresce maggiormente rispetto alla crescita del loro valore di queste, mentre in mercati bearish la riduzione del peso delle attività prive di rischio è superiore al decremento del loro valore. Tale strategia risulta particolarmente usata principalmente da investitori istituzionali caratterizzati da vincoli in termini di impegni e garanzie, essa consente infatti di replicare sinteticamente il pay off di opzioni put ma con un rendimento minimo garantito e senza costi di copertura espliciti.

Tipologia di gestione degli investitori istituzionali

Come già sottolineato nei precedenti paragrafi, la logica di gestione adottata dai vari investitori istituzionali risulta essere funzione di diversi fattori strettamente legati alla natura stessa dell'ente e ai consequenziali obiettivi che esso è tenuto o si prefigge di raggiungere.

Risulta pertanto operativamente fondamentale distinguere tra investitori soggetti a politiche di asset liability management e investitori liberi di adottare politiche asset only.

Nel primo gruppo, del quale fanno parte imprese di assicurazione, fondi pensione a prestazione definita e casse professionali di previdenza, l'attività risulta essere caratterizzata da un "inversione del ciclo produttivo" che vede gli incassi, intesi come contributi o premi raccolti, anticipare i costi, ovvero gli impegni assunti verso gli assicurati o gli iscritti. Una tale attività richiede la contemporanea gestione di tematiche inerenti a:

- Cash flow matching, ovvero la compensazione dei flussi in uscita con quelli in entrata derivanti dalla gestione di portafoglio.
- Gestione del rischio di tasso d'interesse e di prezzo, attraverso approcci di duration gap analysis con l'obiettivo di aumentare o mantenere il patrimonio.
- Adozione di tecniche di hedging attraverso l'uso di derivati o di tecniche portfolio insurance che vanno a replicare il pay off di opzioni put.

La logica operativa alla base di queste tre tipologie di enti istituzionali prevede infatti la necessità di quantificare l'ammontare dei premi o contributi sulla base di ipotesi attuariali e di rendimento finanziario delle risorse accumulate. In senso pratico, tutto ciò si traduce nell'applicazione di approcci semi-deterministici e stocastici. Nel primo caso il futuro andamento dei rendimenti viene deter-

minato a prescindere dalle possibili future variazioni dei tassi d'interesse, con l'obiettivo di rendere le poste dell'attivo e del passivo ugualmente sensibili a future variazioni secondo lo schema del "teorema generale dell'immunizzazione" (*Asset management e investitori istituzionali, Maria Debora Braga, Pierpaolo Ferrari (2018)*). Nel secondo caso invece viene considerato anche il possibile movimento dei tassi d'interesse costruendo curve di rendimento sulla base di modelli stocastici e valutando l'impatto sulle poste dell'attivo e del passivo.

Esistono inoltre approcci ibridi (ad esempio cash flow matching e duration matching). Solitamente tali approcci risultano validi per gli enti previdenziali più maturi e che devono fronteggiare uscite di cassa costanti, che devono necessariamente includere sia una modalità di gestione che immunizzi le passività da future variazioni dei tassi di interesse (duration matching), sia una modalità che as-

sicuri la presenza della cassa necessaria per i pagamenti più immediati (cash flow matching).

Nonostante l'evidente presenza di punti in comune tra queste tre tipologie di enti, non mancano sicuramente elementi di distinzione. L'orizzonte temporale di riferimento e il conseguenziale rischio finanziario, risultano tra le principali differenze tra gli enti. Nel caso delle imprese di assicurazione l'orizzonte temporale e di conseguenza il rischio finanziario passano da una breve durata con rischio contenuto, nel caso del ramo danni, a una durata di lungo periodo con più elevato rischio finanziario nel caso del ramo vita. I fondi pensione a prestazione definita invece sono caratterizzati da un orizzonte temporale di lungo periodo e prevedono un'attitudine al rischio variabile a seconda del livello di copertura degli impegni; il fondo pensione definisce pertanto il numero di comparti con le relative combinazioni di rischio-rendimento e può prevedere

**Risulta operativamente
fondamentale
distinguere
tra investitori soggetti
a politiche di asset liability
management
e investitori liberi
di adottare politiche asset only**

meccanismi di life cycle con i quali l'esposizione al rischio finanziario viene gradualmente ridotta all'aumentare dell'età dell'aderente. Per finire, le casse professionali di previdenza risultano generalmente caratterizzate da un orizzonte temporale di lungo periodo e da una bassa attitudine al rischio che determina una maggiore concentrazione dei portafogli su classi obbligazionarie e su classi alternative con l'intento di aumentare la diversificazione in un'ottica prudenziale più che speculativa.

Per quanto riguarda le politiche di gestione invece si passa da una gestione fortemente limitata nel caso dei fondi pensione a prestazione definita a una maggiore libertà di iniziativa nel caso delle casse di previdenza. I primi infatti sono autorizzati alla gestione interna e diretta di poche categorie di strumenti finanziari (azioni e quote di investimento di fondi alternativi mobiliari o immobiliari) affidando la maggior parte della gestione esternamente a compagnie di assicurazio-

ne attraverso convenzioni di gestione contenenti linee guida precise per quanto riguarda lo stile gestione, l'obiettivo di turnover di portafoglio gli indicatori di rischio assoluto (nel caso di gestione attiva) e il livello massimo di tracking error volatility (nel caso di gestione passiva). Le casse professionali possono invece decidere liberamente se gestire le proprie risorse in modo diretto o indiretto e nel caso di gestione affidata a terzi possono liberamente scegliere tra banche, SIM, SGR o anche gestori di FIA.

Facendo ora riferimento a quegli investitori istituzionali che possono fare affidamento a politiche di gestione asset only, troviamo le fondazioni bancarie e i fondi pensione a contribuzione definita entrambi caratterizzati da una gestione più libera e non vincolata a obiettivi in termini di impegni e prestazioni definite. Nel caso dei fondi pensione a contribuzione definita infatti le prestazioni dipendono dall'abilità dei gestori finanziari e pertanto il rischio finanziario è tra-

sferito a carico degli aderenti, ferme restando però le esigenze di diversificazione dei rischi, di ottimizzazione in termini di rischio rendimento e di minimizzazione dei costi.

Tali fondi, definiti “fully funded” in quanto le attività e le passività si eguagliano ogni istante, presentano una gestione diversa a seconda che si tratti di gestione pura o gestione garantita.

Nell'ultimo caso infatti, essendo prevista una garanzia di rendimento minima, l'attività di gestione si colloca in un punto intermedio tra l'asset liability management e l'attività libera di investimento con strategie orientate al mantenimento di un capitale minimo attraverso tecniche di portfolio insurance.

Diverso ancora è il caso delle fondazioni bancarie la cui attività di investimento è unicamente funzionale alla massimizzazione del valore delle erogazioni nel tempo coerentemente con linee programmatiche pluriennali nell'ambito della politica erogativa.

Le fondazioni bancarie operano dunque su orizzonti temporali di medio lungo periodo individuando il tasso massimo sostenibile in quell'orizzonte temporale dato un vincolo di conservazione del patrimonio. Ad obiettivi di erogazione più ambiziosi corrisponderà pertanto una politica di investimento maggiormente aggressiva caratterizzata da più elevati livelli di rischio.

Per quanto riguarda la gestione delle risorse finanziarie, i fondi pensione a contribuzione definita presentano gli stessi vincoli normativi dei fondi pensione a prestazione definita; le fondazioni bancarie invece hanno piena libertà di internalizzare o esternalizzare totalmente l'attività di gestione.

Anche in questo caso possono esistere approcci ibridi (liability driven e asset only), laddove il patrimonio sia abbastanza elevato da coprire le passività e lasciare un “surplus” (cosiddetti “over-funded”). In questo caso il patrimonio volto alla copertura delle

passività è gestito con una logica LDI, mentre il surplus può essere gestito con una logica asset only.

Evoluzione dell'Asset Allocation e ruolo degli alternativi

Come sottolineato, l'asset allocation rappresenta la macro struttura di ogni decisione di investimento, una sua evoluzione al passo con l'andamento dei mercati risulta pertanto fondamentale.

L'evoluzione nella struttura dell'asset allocation non è da intendersi semplicemente con l'allocazione di capitali su un'asset class piuttosto che un'altra in relazione all'andamento di variabili macro e micro economiche ma è da intendersi come una vera e propria inversione di tendenza che ha portato gli investitori ad aumentare la propria esposizione al rischio.

Il mercato odierno infatti, fortemente influenzato dalle politiche monetarie espansive adottate dalle banche centrali, non offre più la possibilità di ottenere rendimenti consistenti

investendo nelle asset class tradizionali. Le soluzioni per gli investitori è quindi quella di operare sul lato delle passività (aumentando le entrate, ad esempio aumentando il tasso di contribuzione o diminuendo le uscite attese, ad esempio riducendo il tasso di rivalutazione) oppure operando sulle attività (ad esempio incrementano i rendimenti ed i rischi prospettici dei proprio investimenti). Questo capitolo si concentra sulla seconda modalità di riequilibrio tra passività ed attività e sui trend che hanno coinvolto i principali investitori istituzionali nel recente passato, alla ricerca di un rendimento aggiuntivo rispetto alle asset class tradizionali o di costi inferiori rispetto al passato.

L'assunzione di un rischio maggiore non va tuttavia intesa come irrazionale comportamento contrastante con le logiche alla base di un sano investimento secondo cui il rischio viene aumentato consistentemente nella speranza di avere un rendimento extra, ma va inteso come:

- ricerca di investimenti nei quali il rischio assunto sia effettivamente remunerato;
- esposizione verso fattori di rischio specifici.

Nel primo caso si fa ovviamente riferimento a tutti quegli investimenti alternativi i quali, oltre ad apportare un vantaggio in termini di portafoglio in quanto decorrelati con le principali asset class, forniscono rendimenti attesi effettivamente ponderati per il rischio.

L'investimento in private equity, private debt e minibond rappresenta una concreta possibilità di ottenere alpha positivi esponendosi nei confronti di mercati privati. A differenza di tutti quei fondi che offrono ai propri investitori una liquidità più elevata di quella generata dagli investimenti sottostanti esponendoli a un rischio non remunerato in termini di performance, i fondi alternativi consentono di offrire un premio derivante proprio dalla loro minor liquidabilità. La

liquidabilità dell'investimento risulta infatti spesso un fattore che soprattutto in fasi di crisi economica, risulta difficile da garantire per gran parte delle asset class tradizionali le quali però non offrono alcuna remunerazione per questo in termini di rendimento.

Nel secondo caso si fa invece riferimento a uno approccio che, seppur recente, fa leva su concetti economici finanziari sviluppati circa 30 anni fa. Lo studio di modelli multifattoriali (*CAPM, sviluppato da W.Sharp, J. Lintner e J.Mossin(1961-1966); APT di S.Ross (1976), Three Factor Model di E.Fama e K.French (1993)*) i quali vedono i rendimenti come funzione di fattori macro e di stile risulta alla base di strategie che, esponendosi su uno o più fattori, riescono a ottenere extra rendimenti.

I risk factor possono essere intesi come fenomeni macro influenzanti di più asset class contemporaneamente oppure possono essere fattori specifici di alcune asset class

particolari come ad esempio i fattori size e value indicanti rispettivamente la differenza di rendimento tra azioni a bassa e alta capitalizzazione e il differenziale di rendimento tra titoli value con book to market alto e titoli growth con book to market basso. L'attenzione a fattori di rischio specifico costituisce un punto di vista aggiuntivo a supporto della classica asset allocation pensata in termini di asset class e correlazione tra esse; i fattori di rischio principali risultano infatti caratterizzati da correlazioni che in periodi di crisi tendono a decrescere a differenza delle correlazioni connesse alle asset class.

L'investimento alternativo in hedge fund, consentendo l'esposizione a particolari fattori di rischio, costituisce uno dei metodi più utilizzati per aumentare la diversificazione di portafoglio con esposizioni caratterizzate da rendimenti poco correlati con l'andamento dei principali mercati obbligazionari e azionari.

La più comune strategia da essi

adottata, vede infatti l'esposizione sul fattore "value" precedentemente introdotto, andando ad assumere posizioni lunghe su titoli sottovalutati con book to market inferiore all'unità e posizioni lunghe su titoli che invece presentano un book to market value maggiore di uno e pertanto potenzialmente sopravvalutati.

L'investimento in fondi hedge consente inoltre non solo l'esposizione a particolari fattori di rischio ma anche lo sfruttamento di inefficienze di mercato, intese come opportunità di arbitraggio (convertible arbitrage strategy e fixed income arbitrage), e il verificarsi di particolari eventi. Con le strategie event driven i fondi hedge sfruttano il verificarsi di eventi rilevanti nelle società target per trarne un profitto.

È il caso, ad esempio, dei fondi merger arbitrage che investono nelle società target di un'acquisizione o fusione o ancor ai fondi che sfruttano cambiamenti di governance o situazioni di sofferenza economica nelle aziende.

Ulteriore evoluzione dell'asset allocation oltre che dal punto di vista dell'assunzione di rischio va individuata nel crescente aumento di investimenti in strategie passive.

L'attenzione sempre maggiore a fattori di rischio specifici e il contemporaneo sviluppo di big data ha portato allo sviluppo di metodologie automatiche che basandosi su semplici criteri economici e sulla vasta disponibilità di dati vanno a ricreare strategie utilizzate solitamente da gestori attivi ma a costi nettamente inferiori.

Gli indici smart beta rappresentano quel giusto compromesso tra attivo e passivo in quanto, andando a replicare l'andamento di indici costruiti applicando automaticamente regole economiche, consentono di raggiungere performance molto simili a quelle ottenute da un gestore attivo garantendo una maggior trasparenza in termini di investimento sottostante.

L'aumento delle strategie passive a discapito dell'attivo è dunque un trend che sta caratterizzando non

solo l'investimento nelle asset class tradizionali ma anche l'allocazione in nicchie di mercato fino a poco tempo fa coperte esclusivamente da gestori attivi.

Come superare la diatriba tra gestione attiva e gestione passiva

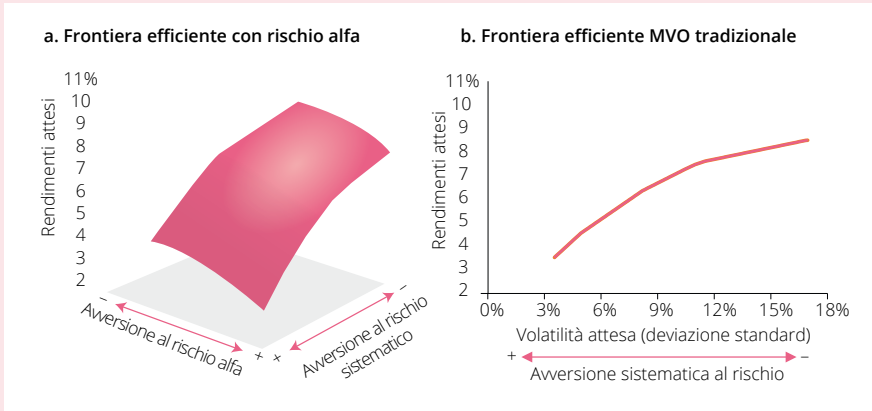
a cura di **Vanguard**

Diverse ricerche, nel corso degli anni, hanno evidenziato la sottoperformance di alcuni fondi attivi, una volta depurati dai costi. Questi dati non hanno però frenato l'entusiasmo degli investitori che, spesso, selezionano gli strumenti attivi senza riuscire a valutare correttamente il rapporto tra rendimento e costi complessivi. In questo contesto si è sviluppato il contrasto tra gestione attiva e gestione passiva. Un contrasto che ha favorito la diffusione di un "processo decisionale convenzionale" che, purtroppo, non tiene conto dell'intera gamma di strumenti disponibili sul mercato, né tanto meno dell'intera gamma di esigenze degli investitori. Per questo Vanguard, nel 2017, ha introdotto un modello di asset allocation che ha come obiettivo quello di aiutare gli investitori a ripartire adeguatamente i propri investimenti tra strumenti attivi e passivi superando il tradizionale dibattito che si focalizza solo ed esclusivamente sul "rischio alpha".

Gli approcci quantitativi tradizionali, come ad esempio quello elaborato da Markovitz nel 1952 che si concentra sull'ottimizzazione della combinazione tra la media e la varianza (da qui l'acronimo inglese MVO, o Mean Variance Optimization), spesso non sono sufficienti perché considerano il "rischio alpha" ma ignorano l'avversione al rischio. Se introducessimo nell'analisi tradizionale MVO la dimensione mancante (ovvero l'analisi dell'avversione al rischio alpha) otterremo una frontiera efficiente "tridimensionale": quella che potremmo definire una superficie efficiente. Secondo questa rappresentazione la frontiera efficiente tradizionale potrebbe essere considerata un particolare segmento della superficie efficiente. Un segmento in cui l'investitore è estremamente avverso al rischio alpha.

Altri approcci utilizzano invece una struttura ad albero decisionale sequenziale per cercare di gestire e analizzare le dimensioni attive e/o fattoriali di un portafoglio. Questi metodi, solitamente, affrontano la costruzione del portafoglio in tre fasi: 1) analisi degli strumenti passivi, 2) analisi degli elementi fattoriali di ogni asset class, 3) suddivisione tra strumenti attivi e passivi intorno ad ogni benchmark individuato. Purtroppo tale modello è vulnerabile ad un utilizzo inefficiente delle informazioni, quali ad esempio le aspettative di rendimento degli attivi, la volatilità, le correlazioni, le conseguenze di ogni singolo "fattore".

L'anello mancante: l'avversione al rischio alfa



Fonte: Vanguard. Solo a scopo illustrativo

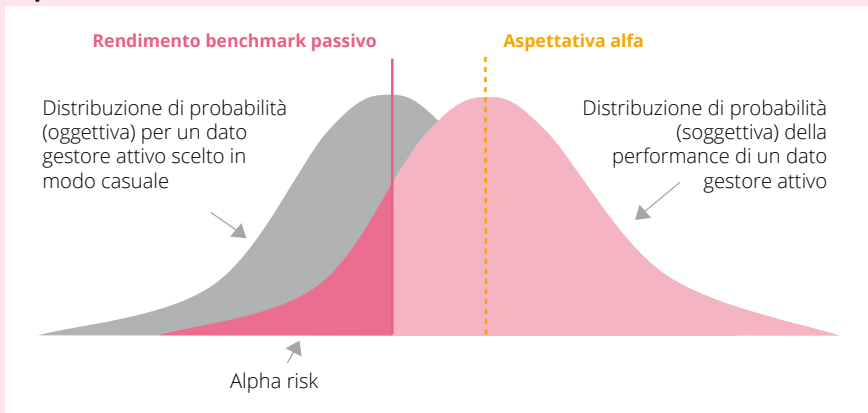
Da qui la volontà di Vanguard di creare il Vanguard Asset Allocation Model (VAAM). Un modello nato dall'esigenza di aiutare gli investitori a fare fronte alle sfide che la costruzione del portafoglio pone determinando una allocazione ottimale tra fattori attivi, fattori passivi e fattori di portafoglio. Il modello valuta varie combinazioni di portafoglio sulla base delle informazioni fornite dall'utente, quali ad esempio l'avversione al rischio, l'orizzonte temporale, le preferenze in termini di asset class e di strategie attive che vorrebbe considerare.

Inoltre, il VAAM viene integrato con il Vanguard Capital Markets Model (VCMM) che elabora la variazione delle aspettative di rendimento nei vari orizzonti temporali. Tale processo permette di generare una serie di metriche utili per la costruzione di un portafoglio: distribuzione del rischio, rendimento prospettico del portafoglio, probabilità di ottenere rendimenti superiori alle attese in determinate condizioni.

Anche se si basa sul confronto tra attivo e passivo, il VAAM si propone quindi come una vera e propria soluzione di investimento che ha come obiettivo quello di rispondere a molte delle domande classiche degli investitori quali, ad esempio: come posso combinare insieme strumenti attivi e passivi all'interno del mio portafoglio? In che modo la scelta di uno strumento attivo o passivo influisce sull'asset allocation complessiva del mio portafoglio? Se inizio, ad esempio, con un portafoglio composto al 60% da strumenti azionari e al 40% da prodotti obbligazionari devo includere nella parte azionaria strumenti attivi o mantenere un portafoglio azionario interamente passivo? Che peso ha l'analisi fattoriale nella costruzione del portafoglio?

Partendo dal presupposto che la risposta a queste domande può avvenire sempre grazie all'aiuto e alla guida di un consulente finanziario professionista, il modello VAAM può comunque dare un

Aspettativa alfa e rischio alfa



Fonte: Vanguard.

Note: solo a scopo illustrativo. La dimensione dell'area che rappresenta la probabilità che il fondo attivo abbia una performance inferiore alla sua controparte passiva (area rosa scuro) è in ultima analisi anche una funzione del livello di rischio alfa associato (ovvero il tracking error).

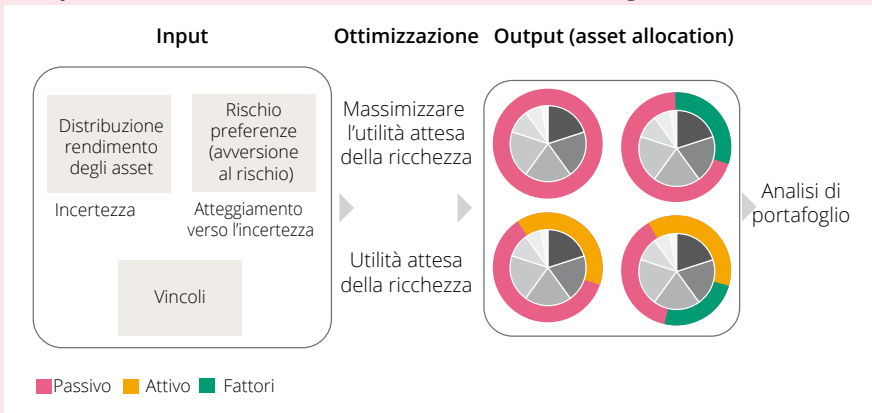
contributo concreto a investitori e consulenti per trovare la giusta soluzione. Innanzitutto fornendo una anatomia del fondo attivo di cui viene: valutata la capacità di generare alpha in base ad una analisi fattoriale; analizzato il rischio alfa; analizzata la tolleranza la rischio alfa degli investitori.

Per quanto riguarda, in particolare, l'avversione al rischio degli investitori, il modello VAAM parte dal presupposto che gli investitori disposti a investire in fondi attivi si aspettano un certo grado di sovraperformance rispetto alle alternative passive. Tuttavia, questa aspettativa che il gestore attivo sia in grado di generare alpha è una stima o una convinzione ex ante, e non è assolutamente una certezza. Anche i manager attivi di successo, che generano un'aspettativa alpha positiva in media superiore al loro benchmark corretto per i fattori, spesso sperimentano periodi di sottoperformance.

La figura illustra il concetto di aspettativa di alpha e il rischio alpha rappresentando la performance del manager attivo in termini di distribuzione di probabilità. Come mostra la figura, anche con un'aspettativa alpha positiva (indicata da una linea arancione tratteggiata), è possibile che il fondo attivo sottoperformi la sua controparte passiva (l'area rosa scuro a sinistra del rendimento del benchmark passivo).

Gli investitori tendono ad essere avversi al rischio; non amano questo rischio di sottoperformance e cercano di contrastarlo con i risultati positivi (l'area rosa chiaro della distribuzione). Pertanto, l'aspettativa alpha e il rischio alpha hanno entrambi un'interpretazione statistica diretta

Una panoramica del modello di asset allocation Vanguard



Fonte: Vanguard. Solo a scopo illustrativo

in termini di deviazione standard e media derivata dalla curva di campana dei potenziali risultati di performance. Questa interpretazione distributiva dell'abilità del manager attivo spesso manca nel tradizionale dibattito attivo-passivo, dove l'alpha del manager è tipicamente pensata in termini di una previsione.

Anche per questi motivi possiamo sostenere che il VAAM è un modello utility-based che valuta i trade-off tra rischio e rendimento di tutte le possibili combinazioni di portafoglio che soddisfano determinati vincoli. Non solo. Il modello prende in esame rendimento atteso e incertezza/volatilità dei mercati confrontandoli, tramite una rappresentazione matematica dell'atteggiamento dell'investitore verso il rischio. In pratica traduce un flusso di rendimenti attesi in un punteggio di utilità che è coerente con l'atteggiamento dell'investitore verso il rischio.

In sostanza, la funzione di utilità applica una penalità per la volatilità attesa che dipende dall'avversione al rischio di un investitore: più l'investitore è avverso al rischio, più alta sarà la penale applicata e più alta sarà la penale, più il portafoglio risultante sarà conservativo. La figura fornisce una panoramica di come il VAAM ottimizza un portafoglio identificando l'asset allocation che produrrà il trade-off rischio/rendimento più favorevole per l'investitore in base alla sua avversione al rischio di investimento.

Il lato sinistro della figura presenta l'insieme degli input utilizzati dal modello: distribuzioni di asset-rendimento (rendimenti attesi, volatilità e correlazioni per tutte le classi di attività, strategie attive e fattori long-only); atteggiamento dell'investitore nei confronti del rischio (la sua sistematica avversione al rischio, l'avversione al rischio alpha e l'avversione al rischio per i premi di fattore); i vincoli del portafoglio dell'investitore.

**Informazioni importanti su quanto contenuto in questo articolo e su VCMM sono disponibili a pag. 96*

CAPITOLO 3

ASSET ALLOCATION NELLA GESTIONE DEI FONDI

di Daniel Squindo, CFA

La gestione dell'asset allocation rappresenta uno degli aspetti fondamentali nella gestione dei fondi di investimento. Sebbene l'integrazione tecnologica degli scambi, la globalizzazione e l'evoluzione dell'industria del risparmio gestito stia cambiando i modelli di gestione degli investimenti, definire una corretta asset allocation consente di ottenere risultati stabili e navigare anche le turbolenze dei mercati. In questo breve capitolo si analizzeranno i principali modelli di gestione, insieme agli aspetti di controllo come la performance attribution e gli indicatori di performance con il fine di evidenziare come i modelli teorici si calano nella realtà dei mercati finanziari.

In questo breve articolo andrò ad analizzare, sulla base della mia esperienza professionale, come modelli di asset allocation vengono quotidianamente utilizzati all'interno della gestione di fondi e come la teoria appresa sui libri si cali nella realtà operativa delle scelte d'investimento. In particolare, prima mi concentrerò

sulla definizione di benchmark, poi passerò in rassegna alcuni dei modelli di asset allocation più famosi, andando a vedere come questi vengono integrati all'interno di un portafoglio. Successivamente, elencherò alcuni degli indicatori di misurazione della performance che consentono di comprendere la qualità del lavoro svolto dal gestore, per terminare con l'analisi delle metodologie di performance attribution impiegate dai gestori stessi per misurare il contributo e l'impatto delle loro decisioni all'interno di un portafoglio.

Benchmarks

La prima e più importante decisione, che molte volte passa sottotraccia, è quella della definizione del benchmark di riferimento per un fondo o per un portafoglio. Questa decisione comporta di fatto la scelta dell'asset allocation strategica.

Studi approfonditi condotti sui rendimenti degli investimenti effettivamente raggiunti dai fondi pensione mostrano l'importanza schiacciante

dell'asset allocation. Brinson Hood e Beebower (*Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower, Financial Analysts Journal Vol. 42, No. 4, pp. 39-44, 1986*) hanno scoperto, nel loro lavoro fondamentale sull'attribuzione della performance, che l'asset allocation rappresentava il 93,6% della variazione totale dei rendimenti di un tipico piano pensionistico di grandi dimensioni.

La scelta del benchmark è dunque fondamentale e deve essere in cima all'elenco di decisioni da prendere nel processo di investimento.

Indici e benchmark svolgono un ruolo importante nel descrivere l'andamento dei mercati e dei prodotti di investimento.

Hanno varie funzioni chiave: servono come portafogli per gli investitori che cercano un'esposizione passiva a un particolare segmento di mercato e sono utilizzati come standard di performance rispetto ai quali misurare il valore generato da gestori attivi, oltre a fornire un punto di riferimento per determinare il valore di vari strumen-

ti finanziari. Come standard di performance, i benchmark consentono agli investitori di valutare due tipi principali di performance: 1) l'avanzamento del portafoglio verso un obiettivo dichiarato; 2) la performance del portafoglio a fronte del costo opportunità dell'investimento dato il suo rischio.

Affinché un benchmark sia considerevole valido, deve presentare le seguenti caratteristiche:

- 1. Non ambiguo:** i pesi dei titoli o delle esposizioni ai fattori che costituiscono il benchmark sono chiaramente definiti;
- 2. Investibile:** è possibile rinunciare alla gestione attiva e mantenere semplicemente il benchmark. Cioè, gli investitori possono effettivamente acquistare tutti i titoli nel benchmark;
- 3. Misurabile:** il rendimento del benchmark è facilmente calcolabile. Un buon benchmark avrà un insieme trasparente di regole pubbliche e, quindi, prevedibilità per i gestori degli investimenti;

4. **Adeguate:** il benchmark è coerente con lo stile di investimento del gestore o l'area di competenza;
5. **Riflettente le attuali opinioni sugli investimenti:** il gestore dispone delle attuali conoscenze di investimento (sia esso positivo, negativo o neutro) dei titoli o delle esposizioni ai fattori all'interno del benchmark;
6. **Specificato in anticipo:** il benchmark viene specificato prima dell'inizio di un periodo di valutazione e la sua metodologia di calcolo è nota a tutte le parti interessate;
7. **Accettato:** il gestore degli investimenti deve essere consapevole dei punti di forza e di debolezza di qualsiasi benchmark da replicare o rispetto a cui confrontarsi. Deve anche accettare la responsabilità per la performance del portafoglio di un cliente rispetto a quel benchmark ed essere pronto a spiegare al cliente qualsiasi scostamento da esso. La consi-

derazione del benchmark deve essere integrata nel processo di investimento e nella costruzione del portafoglio.

Se questa scelta è sicuramente complicata quando si tratta di portafogli multiasset dove bisogna creare un benchmark composito frutto dell'unione di più indici di mercato, anche all'interno del mondo azionario la scelta di un indice o, soprattutto, dell'indice giusto sta diventando sempre più critica.

L'impatto degli indici sui rendimenti complessivi del portafoglio su base annuale può essere significativo. Nel 1999, il rendimento annuale dell'Indice FTSE Japan è stato del 78%, mentre il rendimento dell'Indice MSCI Japan è stato del 67%, una differenza molto ampia. Alla base di questo differenziale si collocavano diversi fattori specifici, tuttavia esempi meno estremi sono stati osservati per gli indici di altre classi di attività. Chiaramente la scelta dell'indice da parte di un investitore avrà un impatto sul rendimento del suo portafoglio su

base annuale o mensile. A seconda di quanto siano significative le differenze, i differenziali di performance possono estendersi per periodi più lunghi, ma una delle prime regole per gli investitori istituzionali dovrebbe essere quella di essere chiari sul proprio obiettivi.

Modelli di Asset Allocation Sistematici

Sebbene nell'operatività quotidiana spesso ci si discosti da quelli che sono i pesi del portafoglio modello, per via di fattori esogeni quali possono essere rimborsi, nuove sottoscrizioni, variazioni di prezzo dettati dall'effetto mercato, etc., nel bagaglio di conoscenze che un gestore deve necessariamente possedere non possono mancare i principali e più studiati modelli di asset allocation. Senza dilungarmi in complesse spiegazioni della modellistica matematica sottostante, descriverò brevemente i tre modelli di asset allocation più famosi: per quanto riguarda il filone di ottimizzazione media varianza, la

frontiera efficiente di Markovitz e il successivo modello Black Litterman, infine, slegato dai precedenti due, il modello Risk Parity.

Markovitz

Il pioniere della moderna teoria dell'asset allocation, primo ad aver applicato una modellistica matematica alla finanza, è stato Harry Markowitz. Nel celeberrimo articolo del 1952 (*Harry Markowitz. "Portfolio Selection", Journal of Finance, no. 1, pp. 77-91, 1952*) afferma, per la prima volta, che non è sufficiente considerare le caratteristiche degli asset presi individualmente, ma che è necessario tenere in considerazione anche i co-movimenti che avvengono tra loro, rappresentanti la covarianza tra gli assets.

Gli inputs richiesti per l'implementazione del modello sono: il rendimento atteso di ogni asset, la varianza di ogni asset e la covarianza tra di essi. Markowitz dimostra che un investitore, sotto determinate assunzioni, può costruire portafogli ottimi che,

**La prima e più importante
decisione,
che molte volte
passa sottotraccia,
è quella della definizione
del benchmark di riferimento
per un fondo
o per un portafoglio**

attraverso combinazioni efficienti di media, varianza e covarianza, massimizzano il rendimento atteso dato un certo livello di rischio, o, ugualmente, che minimizzano il rischio dato un certo livello di rendimento atteso. Questo effetto è raggiunto attraverso la diversificazione dei titoli all'interno del portafoglio. Lo stesso Markowitz nel suo articolo specifica che per diversificazione non si intende un portafoglio necessariamente composto da un numero elevato di assets, ma costituito da assets non caratterizzati da alti livelli di correlazione.

Anche se ancora oggi la teoria del portafoglio di Markowitz rappresenta il pilastro su cui si basa tutta la successiva finanza moderna, il suo impatto pratico nelle decisioni di investimento è stato incredibilmente contenuto, soprattutto per via della difficoltà nella stima dei rendimenti attesi.

Nella realtà i gestori ragionano direttamente in termini di pesi, ritenendo che il procedimento per derivare pesi da un processo di ottimizzazione ge-

neri risultati estremi e, in molti casi, non intuitivi.

Black Litterman

Nei primi anni Novanta Fischer Black e Robert Litterman svilupparono, all'interno di Goldman Sachs, un modello per il calcolo dei pesi ottimali di portafoglio che fin dal primo momento guadagnò la fiducia di molti operatori istituzionali, offrendo una soluzione a diversi punti critici del modello di Markowitz. In generale, il modello Black Litterman (BL) permette di combinare in modo efficace l'equilibrio di mercato con le opinioni dell'investitore, producendo alla fine sia un set di rendimenti attesi, che la varianza dei singoli assets da utilizzare come input nella classica procedura di ottimizzazione media-varianza di Markowitz, consentendo così di ottenere il rendimento atteso e la varianza del portafoglio ottimo e la sua composizione interna. Il metodo dell'ottimizzazione inversa deriva dal modello CAPM e descrive come i rendimenti attesi possano essere

calcolati in via implicita attraverso la conoscenza di alcuni parametri (Sharpe W.F. *"Imputing expected security returns from portfolio composition"*, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9, No. 3, pp. 463-472, 1974). Per implementare la tecnica dell'ottimizzazione inversa e trovare il rendimento atteso del portafoglio ottimo, è necessario assumere che il portafoglio ottimo sia quello di mercato. Questa è un'ipotesi legittima se si assume che nel mercato tutti gli individui abbiano le stesse informazioni, conoscenze scientifiche e stesso coefficiente di avversione al rischio, condizione che porterebbe tutti gli investitori a considerare come ottimo il portafoglio di mercato. Uno dei punti di forza del modello BL risiede nel fatto che i pesi del portafoglio finale si scosteranno da quello di mercato, considerato quello neutrale o di equilibrio, a seconda di quanto le opinioni siano estreme e della fiducia che l'investitore ripone nelle stesse. Intuitivamente, quindi, se il manager non avesse nes-

suna view, deterrebbe in mano una fetta del portafoglio di mercato. Nella pratica infatti l'equilibrio può fornire all'investitore un punto di riferimento importante nel caso non abbia nessuna opinione sul futuro andamento degli assets. Usare il portafoglio neutrale come punto di riferimento per la costruzione del portafoglio ottimo è uno degli aspetti più importanti del modello BL, perché permette di ottenere un portafoglio più stabile e con pesi più ragionevoli rispetto alla tecnica tradizionale di ottimizzazione media-varianza.

Risk Parity

Se prendiamo come riferimento un portafoglio molto amato dagli investitori, più nel mondo anglosassone che in quello europeo, formato da 60% azionario e 40% obbligazionario, non si ha a che fare con un portafoglio diversificato. Circa il 90% del rischio in questo portafoglio tradizionale è concentrato in azioni, in quanto storicamente le azioni sono state tre volte più volatili rispetto ai titoli a reddito

fisso. La Risk Parity cerca di evitare questa concentrazione di rischio attraverso la costruzione di un portafoglio più diversificato ed equilibrato. Nella sua forma più semplice, la Risk Parity alloca il portafoglio uniformando i contributi al rischio di ciascuna classe di attività, senza considerare i rendimenti attesi.

Lo scopo di ricercare pari contributi al rischio da varie classi di attività è limitare il potenziale impatto economico a una qualsiasi classe di attività nel portafoglio. Mediante la ponderazione del rischio su un'ampia gamma di altre classi di attività quali azioni, immobili, spread creditizi, materie prime e obbligazioni legate all'inflazione, è possibile far sì che la parità di rischio non dipenda esclusivamente dalle obbligazioni come fonte di diversificazione o rendimento.

Come tutte le strategie di investimento, la parità di rischio ha i suoi detrattori. Una critica comune è che questa strategia richieda di sfruttare le attività a basso rischio, principalmente le obbligazioni. Le allocazioni di parità

di rischio creano un sovrappeso in obbligazioni al fine di equalizzare il contributo al rischio di tutte le classi di attività.

Dalla teoria alla pratica

I modelli di asset allocation sopra descritti, eccezion fatta per Black Litterman, servono per la definizione dell'asset allocation strategica di un portafoglio. Tuttavia, quotidianamente il gestore dedica la parte preponderante della sua attività all'asset allocation tattica.

Un gestore deve scegliere se e quanto deviare dal benchmark di riferimento. Per fare questo può seguire un approccio bottom-up, un approccio top down, o, come nella maggioranza dei casi, un mix dei due.

I metodi di investimento bottom-up sono basati su strategie che tralasciano le condizioni economiche generali, concentrandosi invece su una selezione di asset class o singoli titoli. L'asset allocation finale è la sommatoria delle singole strategie che possono essere anche del tutto indi-

pendenti tra loro. In pratica, dunque, un gestore bottom-up cerca le asset class o i titoli reputati avere le migliori prospettive a prescindere dai fattori macroeconomici.

Le tecniche di investimento top-down, invece, partono analizzando il quadro generale dell'economia mondiale, sulla cui base ipotizzano previsioni del rendimento delle varie asset class e dei settori. Pertanto, prima si scelgono le asset class e solo in seguito i settori o le aree geografiche, infine si arriva alla scelta dei singoli titoli da acquistare e mettere in portafoglio insieme alle decisioni sulla tempistica di messa in atto delle strategie.

Indicatori di performance

Esistono molti modi con cui un investitore può misurare la performance del proprio portafoglio o quella del fondo in cui ha investito. Diversi teorici hanno proposto molti indicatori diversi per questo scopo, ma non esiste un indicatore "perfetto", esistono tuttavia indicatori più adatti per

misurare aspetti nella gestione del portafoglio che possono essere più o meno importanti a seconda delle esigenze di ogni singolo investitore. Di seguito riporto alcuni dei più famosi e utilizzati nell'industria:

Sharpe Ratio

$$\text{Sharpe Ratio} = \frac{R_p - r_f}{\sigma_p}$$

Lo Sharpe Ratio (SR) (*Sharpe, W. F., "Mutual Fund Performance", Journal of Business, 39 (S1): pp. 119-138, 196*) è una delle misure più comuni della performance del portafoglio. Indica a un investitore quale parte della performance del portafoglio è correlata all'assunzione di rischi. Misura il valore aggiunto di un portafoglio in relazione al suo rischio totale. Lo SR utilizza la deviazione standard come misura del rischio. La deviazione standard come misura del rischio in sé ha molteplici limiti. Se i potenziali guadagni/perdite cadono in una cur-

va a campana e hanno una distribuzione normale, si può concludere che la deviazione standard ha quantificato correttamente il rischio. Tuttavia, in caso di distribuzione insolita del rischio, la deviazione standard può essere fuorviante. Quindi lo SR non è progettato per misurare investimenti che dovrebbero avere rendimenti asimmetrici.

Sortino Ratio

$$\text{Sortino Ratio} = \frac{R_P - \text{MAR}}{\text{DSR}}$$

Il Sortino Ratio [5] si differenzia dallo SR in quanto si concentra maggiormente sulle oscillazioni al di sopra o al di sotto di un livello minimo accettabile di rendimento (MAR). Il rischio, essenzialmente, verte intorno al fatto che non si raggiunga il rendimento soglia voluto dall'investitore. Come misura del rischio infatti il Sortino utilizza il Downside Risk (DSR). Questo è una misura di rischio simile alla deviazione standard che si con-

centra sulla parte negativa della volatilità dell'investimento.

Rispetto alla deviazione standard, il valore di riferimento non è la media dei rendimenti, ma il rendimento minimo accettabile. Il DSR misura gli scostamenti verso il basso del rendimento del titolo, esprimendo quindi quella parte di volatilità non gradita dall'investitore.

Information Ratio

$$\text{Information Ratio} = \frac{R_P - R_B}{\text{TEV}}$$

L'Information ratio (IR) viene spesso definito una variante o una versione generalizzata dello SR. Il gestore attivo cerca di far funzionare il proprio portafoglio in relazione a un benchmark specificato. Il rendimento attivo del portafoglio dovrebbe comportare sia il benchmark sia, meglio ancora, sovraperformare il benchmark.

L'information Ratio (*Frank Alphonse Sortino, Stephen Satchell. "Managing Downside Risk in Financial Markets:*

Theory, Practice and Implementation, 2001) è una misurazione dei rendimenti del portafoglio oltre i rendimenti di un benchmark, generalmente un indice, rispetto alla volatilità di tali rendimenti.

L'IR viene spesso utilizzato come misura del livello di competenza e capacità di un gestore di portafoglio di generare rendimenti in eccesso rispetto a un benchmark, ma tenta anche di identificare la coerenza della performance incorporando un Tracking Error Volatility (TEV) o componente di deviazione standard nel calcolo. Il TEV, infatti, identifica il livello di coerenza in cui un portafoglio traccia le prestazioni di un indice. Un TEV elevato rivela che i rendimenti del portafoglio sono più volatili nel tempo e non sono coerenti nel superare il benchmark.

L'IR viene utilizzato per valutare la performance corretta per il rischio dei gestori di portafogli attivi, poiché aiuta a indicare se la gestione attiva ha aggiunto valore a livello di portafoglio complessivo o meno.

Calmar Ratio

$$\text{Calmar Ratio} = \frac{R_P}{MAD}$$

Il Calmar Ratio (*Carl R Bacon. "Practical Risk-adjusted Performance Measurement", pp. 86, 2012*) è un indice statistico usato per misurare il rendimento totale in rapporto al Drawdown Risk. Questo permette all'investitore di confrontare il potenziale guadagno e la possibilità di perdita di un dato investimento. Il Maximum Drawdown (MAD) rappresenta una misura del rischio dell'investitore e può essere pensato come la massima perdita a cui potrebbe andare incontro comprando al livello più alto o vendendo al più basso.

Performance Attribution

Se gli indicatori di performance possono essere utilizzati da un cliente per valutare il lavoro di un gestore, la performance attribution invece serve ai gestori per auto valutarli. In particolare, è utile per comprendere

se il successo è dato dalla capacità di allocare efficacemente le attività del portafoglio a vari segmenti, dalla capacità di selezionare efficacemente i titoli all'interno di un determinato segmento o dall'effetto combinato della capacità di selezione e allocazione all'interno di un segmento. La performance attribution interpreta il modo in cui gli investitori raggiungono la loro performance e misura le fonti di valore aggiunto in un portafoglio, cioè l'importo che il rendimento ottiene oltre il suo benchmark.

Sono presenti diversi metodi di performance attribution, ad esempio:

1. L'analisi fattoriale: attribuisce le prestazioni a fattori come il rapporto P/E, la duration delle obbligazioni, ecc. È prevalentemente utilizzato da accademici o da società specializzate, ma è il più difficile da calcolare, poiché richiede una grande quantità di dati fondamentali. Inoltre, è difficile da spiegare;
2. L'analisi di scomposizione del rendimento: definisce l'effetto di

gestione attiva come la differenza tra il rendimento totale del portafoglio e il rendimento totale del benchmark. Il valore aggiunto al rendimento di un portafoglio è la somma delle seguenti decisioni o effetti di investimento: allocazione, selezione e interazione.

L'effetto di allocazione

L'effetto di allocazione misura la capacità di un gestore degli investimenti di allocare efficacemente le attività del proprio portafoglio a vari segmenti. Un segmento si riferisce ad attività o titoli che sono raggruppati in una determinata classificazione come Patrimonio netto, Fisso o Tecnologia. L'effetto di allocazione determina se il sovrappeso o il sottopeso di segmenti rispetto a un benchmark contribuiscono positivamente o negativamente al rendimento complessivo del portafoglio.

Es: Benchmark = S&P 500

Ritorno S&P = 7%

Rendimento S&P Settore Technology = 9%

Rendimento settore technology nel portafoglio = 8%
 Peso Settore Technology nel Benchmark = 7%
 Peso settore technology nel portafoglio = 15%

L'effetto di allocazione può essere espresso in percentuali o punti base (bps) come segue:

$$[(15\%) - (7\%)] * [(9\%) - (7\%)] = 0.0016\% \text{ o } 16 \text{ bps}$$

L'effetto di allocazione in questo esempio è positivo perché il gestore ha sovrappesato il segmento Technology, che ha ottenuto risultati migliori rispetto al benchmark totale per il portafoglio.

L'effetto di selezione

L'effetto di selezione misura la capacità del gestore degli investimenti di selezionare titoli all'interno di un determinato segmento rispetto a un benchmark. La sovra o sottoperformance del portafoglio è ponderata dal peso del benchmark, pertanto la selezione non è influenzata dall'allo-

cazione del gestore al segmento. Il peso del segmento nel portafoglio determina la dimensione dell'effetto: maggiore è il segmento, maggiore è l'effetto, positivo o negativo.

Utilizzando gli stessi dati dell'esempio sopra:
 $[(15\%) - [(8\%) - (9\%)]] = -0.0015\% \text{ o } -15 \text{ bps}$

Vi è un effetto di selezione negativo in questo esempio, perché il gestore ha selezionato i titoli che non hanno funzionato, nonché i titoli nel benchmark per lo stesso segmento.

L'effetto di interazione

L'effetto di interazione misura l'impatto combinato delle decisioni di selezione e allocazione del gestore degli investimenti all'interno di un segmento. Ad esempio, se un gestore degli investimenti ha avuto una selezione superiore e ha sovrappesato quel particolare segmento, l'effetto di interazione è positivo. Se un gestore degli investimenti ha avuto una selezione superiore, ma ha sottoponderato quel segmento, l'effetto

di interazione è negativo. In questo caso, il gestore degli investimenti non ha approfittato della selezione superiore assegnando più attività a quel segmento. Poiché molti gestori degli investimenti considerano l'effetto di interazione parte della selezione o dell'allocazione, spesso viene combinato con entrambi gli effetti.

Utilizzando gli stessi dati dell'esempio precedente:

$[(15\%) - (7\%)] * [(8\%) - (9\%)] = 0.008\%$
o 8 bps

L'effetto di gestione attiva è la somma degli effetti di selezione, allocazione e interazione. È anche la differenza tra il rendimento totale del portafoglio e il rendimento totale del benchmark. È possibile utilizzare l'effetto di gestione attiva per determinare l'importo che il gestore degli investimenti ha aggiunto al rendimento di un portafoglio. Se l'effetto di gestione attiva è positivo, il gestore degli investimenti ha contribuito positivamente al rendimento del portafoglio. Se l'effetto di gestione attiva è negativo, il gestore degli investimenti non ha contribuito

positivamente al rendimento del portafoglio.

Ribilanciamenti

La decisione di ribilanciamento del portafoglio richiede un'analisi dei compromessi tra costi e benefici per il portafoglio complessivo.

Ma come può un portafoglio "deviare" dalla sua allocazione ottimale se non è stata fatta alcuna operazione? Bene, alcune classi di attività faranno meglio di altre. E, all'interno delle classi di attività, alcuni singoli titoli faranno meglio di altri. Nel tempo, o in situazioni di forti movimenti di mercato, le asset class e i titoli che registrano performance superiori alla media diventeranno una percentuale maggiore del portafoglio complessivo rispetto alla loro percentuale nell'allocazione originale.

Ogni quanto devo riequilibrare il mio portafoglio?

Dipende dalla natura del portafoglio. In particolare, un portafoglio altamente volatile devierà dalla sua

allocazione ottimale piuttosto rapidamente rispetto a un portafoglio a bassa volatilità, pertanto maggiore è la volatilità di un portafoglio, più frequentemente questo dovrà essere ribilanciato.

La prima e più importante decisione è quella di definire un intervallo di pesi accettabili per ogni asset class presente nel portafoglio. Tale intervallo è chiamato banda o corridoio di tolleranza.

Pertanto, una classe di attività potrebbe rappresentare il 20% nel portafoglio modello, ma il gestore potrà non effettuare alcun ribilanciamento, a meno che e fino a quando questa cifra non si sposti al di fuori di una fascia di tolleranza del 18-22%. Non esiste una larghezza del corridoio "giusta" o "sbagliata".

Ci sono tuttavia alcuni fattori importanti da considerare al momento della loro installazione.

I fattori importanti da considerare sono:

1. Costi di transazione: ovviamente, la larghezza di un corridoio stret-

to richiederà un ribilanciamento più frequente e si dovranno quindi sostenere costi di transazione più elevati.

2. Tolleranza al rischio: in generale, maggiore è la tolleranza al rischio di un investitore, maggiore è la larghezza del corridoio che è disposto ad accettare.
3. Correlazione dei rendimenti: se la classe di attività o i rendimenti dei titoli sono altamente correlati con quelli del portafoglio complessivo, la minaccia di deviare dalla sua allocazione ottimale è inferiore. Pertanto, le larghezze del corridoio possono essere più ampie.
4. Volatilità del rendimento di questa attività: se una classe di attività o un titolo è altamente volatile, è necessario adottare larghezze del corridoio più strette al fine di evitare un drammatico spostamento dal proprio peso target.
5. Volatilità dei rendimenti di altre attività: se le altre attività nel vostro portafoglio sono altamente volatili, vorrete anche larghezze

Creare obiettivi di investimento chiari e appropriati

a cura di **Vanguard**

Il VAAM può avere molteplici applicazioni di ricerca e di business. Può essere utilizzato per fornire soluzioni per gli investitori a livello globale, ad esempio per portafogli di modelli di fattori strategici, nelle decisioni attive-passive e nell'asset allocation su misura. Può anche essere utilizzato dagli investitori per sostituire i fattori attivi ad alto costo con fattori a basso costo nel loro portafoglio.

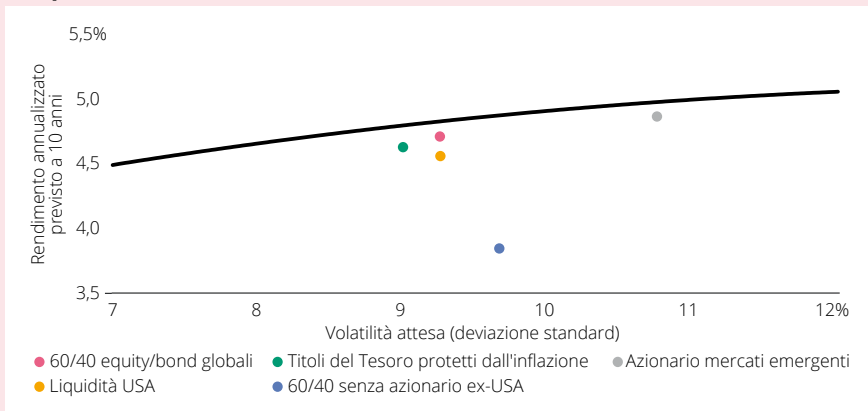
Portafogli modello fondo passivo/ETF

Per un investitore che cerca di ottenere un'esposizione ai mercati attraverso fondi passivi o ETF, il VAAM può essere utile per fornire un'allocation patrimoniale tradizionale di tipo passivo. Questo caso è un sottoinsieme dei modi in cui il modello può intervenire per una corretta gestione di un portafoglio. Gli investitori che si vogliono affidare al modello VAAM per la costruzione di un portafoglio hanno due leve: possono specificare il loro set di opportunità - il paniere dei diversi investimenti passivi e/o classi di attività da considerare - e possono specificare le loro preferenze di rischio scegliendo il loro livello di avversione al rischio sistematico e mutando le loro opzioni nel caricamento di investimenti attivi e fattoriali. La frontiera efficiente, rappresentata come linea grigia nella Figura, è costruita seguendo questo approccio. I punti nella figura rappresentano portafogli modello con inclinazioni specifiche. Nel tentativo di aumentare i rendimenti dei portafogli, gli investitori potrebbero decidere di sovrappesare le attività ad alto rendimento come le azioni dei mercati emergenti. In alternativa, gli investitori potrebbero introdurre nei loro portafogli dei tilts in liquidità per mitigare il rischio. Il problema di tali tilts è che essi ignorano le correlazioni tra gli asset e possono portare a portafogli inefficienti. I tilts dei portafogli dovrebbero essere valutati all'interno di un quadro di ottimizzazione. La frontiera efficiente nella Figura, che è costruita utilizzando solo le classi di attività tradizionali, si trova ancora al di sopra di tutti gli altri portafogli modello, e quindi illustra il valore aggiunto attraverso un approccio di ottimizzazione.

Portafogli di modelli di fattori

Per un investitore che non vuole avere alcun attivo nel proprio portafoglio, ma prenderebbe

Le inclinazioni del portafoglio dovrebbero essere valutate all'interno di un quadro di ottimizzazione



Fonti: calcoli Vanguard, utilizzando le proiezioni di rendimento degli asset del VCMM al 30 giugno 2018.

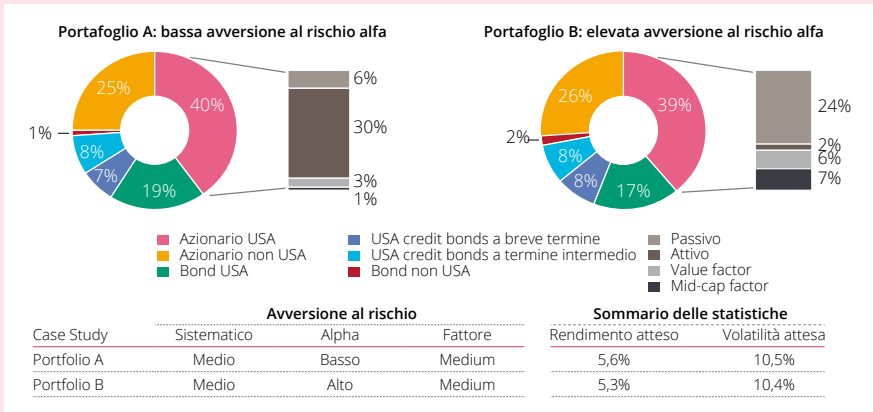
Note: Per la frontiera efficiente, indicata come una linea grigia nella figura, i portafogli sono stati ottimizzati su un orizzonte di investimento di dieci anni utilizzando azioni statunitensi, azioni non statunitensi, obbligazioni statunitensi, obbligazioni non statunitensi, obbligazioni di credito statunitensi a medio termine e obbligazioni di credito statunitensi a breve termine. Non USA le obbligazioni sono coperte in USD. Si applicano i seguenti vincoli: azioni non statunitensi, fino al 40% dell'allocazione azionaria totale; obbligazioni non statunitensi, fino al 50% delle obbligazioni totali (non di credito); obbligazioni di credito totali, fino al 50% del reddito fisso totale (obbligazioni e obbligazioni di credito); obbligazioni di credito statunitensi a medio termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali; obbligazioni di credito statunitensi a breve termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali. La quota azionaria del portafoglio azionario / obbligazionario globale 60/40 è composta per il 60% da azioni statunitensi e per il 40% da azioni globali, esclusi gli Stati Uniti. equità; la parte obbligazionaria del portafoglio è composta per il 70% da obbligazioni statunitensi e per il 30% a livello globale, esclusi gli Stati Uniti. obbligazioni. I portafogli con inclinazioni includono un'inclinazione del 20% dal portafoglio azionario / obbligazionario 60/40 globale all'asset specificato, con le inclinazioni a reddito fisso finanziate dall'allocazione a reddito fisso e le inclinazioni azionarie finanziate dall'allocazione azionaria.

in considerazione portafogli a fattore, il modello VAAM può invece fornire un'esposizione alle classi di attivi e ai fattori disponibili. L'esposizione ai fattori può essere ottenuta investendo in veicoli a fattore indicizzato, come i fondi comuni di investimento a fattore o gli ETF. Specificando diversi livelli di avversione al rischio dei fattori, il modello può costruire portafogli ottimali con factor tilts che tengono conto delle caratteristiche di rischio/rendimento previste di ciascun fattore e delle loro correlazioni incrociate.

Analisi della sostituzione dei gestori

Come si spiega il caso in cui un investitore voglia esporsi ai fattori impliciti che accompagnerebbero una strategia attiva, ma non voglia sostenere e l'ulteriore rischio alpha puro (aggiusta-

Effetto di sostituzione



Fonti: calcoli Vanguard, utilizzando proiezioni di rendimento degli asset del VCMM al 30 giugno 2018.

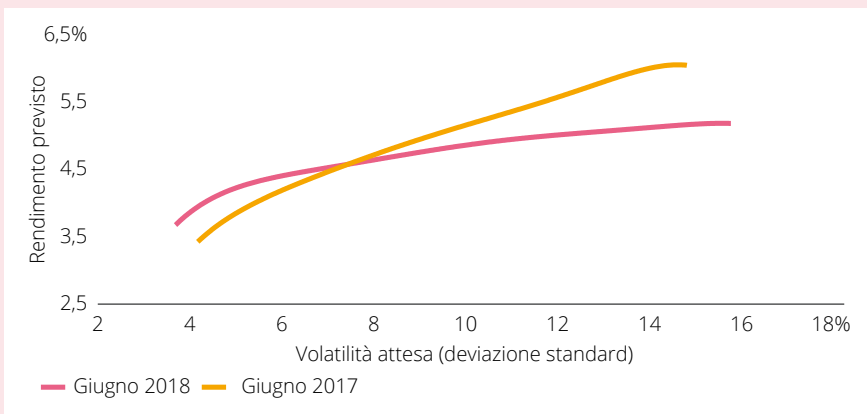
Note: i portafogli sono stati ottimizzati su un orizzonte di investimento di dieci anni utilizzando azioni statunitensi, azioni non statunitensi, obbligazioni statunitensi, obbligazioni non statunitensi, obbligazioni di credito statunitensi a medio termine e obbligazioni di credito statunitensi a breve termine. Non USA le obbligazioni sono coperte in USD. Si applicano i seguenti vincoli: azioni non statunitensi, fino al 40% dell'allocazione azionaria totale; obbligazioni non statunitensi, fino al 50% delle obbligazioni totali (non di credito); obbligazioni di credito totali, fino al 50% del reddito fisso totale (obbligazioni e obbligazioni di credito); obbligazioni di credito statunitensi a medio termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali; obbligazioni di credito statunitensi a breve termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali. Il beta di mercato, i fattori di carico e le stime di tracking error per il fondo attivo azionario statunitense sono riportati nella Figura.

to in base ai fattori)? Questo scenario può essere modellato mantenendo ragionevolmente bassa l'avversione al rischio fattore e aumentando l'avversione al rischio alpha. In questo modo il modello dovrebbe dirci quanto dell'esposizione al fattore implicito che viene fornito con la strategia attiva può essere replicato passivamente attraverso veicoli di investimento a fattore passivo come gli ETF a fattore. La Figura mostra un esempio: il Portafoglio B ha lo stesso fattore di avversione al rischio del Portafoglio A, ma incorpora anche un alto livello di avversione al rischio alpha. L'aumento dell'avversione al rischio alpha porta ad una diminuzione dell'allocazione attiva e ad un contemporaneo aumento dell'allocazione dei fattori indicizzati. Questo è proprio l'effetto di sostituzione, dall'esposizione implicita ai fattori attraverso l'allocazione attiva all'allocazione esplicita dei fattori indicizzati, che stavamo cercando. Detto in un altro modo: Il fondo attivo potenzialmente ad alto costo viene sostituito con fattori passivi a basso costo.

Portafogli VAAM in diverse condizioni iniziali

Il VAAM utilizza le proiezioni dei rendimenti degli attivi della VCMM come input per creare portafogli ottimali. Le previsioni del VCMM tengono conto delle condizioni iniziali, come le

Confini efficienti VAAM in diversi momenti



Fonti: calcoli Vanguard, utilizzando le proiezioni di rendimento degli asset del VCMM al 30 giugno 2017 e al 30 giugno 2018.

Note: i portafogli sono stati ottimizzati su un orizzonte di investimento di dieci anni utilizzando azioni statunitensi, azioni non statunitensi, obbligazioni statunitensi, obbligazioni non statunitensi, obbligazioni di credito statunitensi a medio termine e obbligazioni di credito statunitensi a breve termine. Non USA le obbligazioni sono coperte in USD. Si applicano i seguenti vincoli: azioni non statunitensi, fino al 40% dell'allocazione azionaria totale; obbligazioni non statunitensi, fino al 50% delle obbligazioni totali (non di credito); obbligazioni di credito totali, fino al 50% del reddito fisso totale (obbligazioni e obbligazioni di credito); obbligazioni di credito statunitensi a medio termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali; obbligazioni di credito statunitensi a breve termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali.

valutazioni azionarie correnti e i tassi di interesse a breve termine. Anche se le ipotesi e le previsioni a lungo termine (cioè allo stato stazionario) non cambiano, qualsiasi portafoglio ottimale costruito su un orizzonte di investimento che includa proiezioni a breve e medio termine è influenzato dalle attuali condizioni di mercato e dai cambiamenti. La Figura mostra questa caratteristica e come la frontiera efficiente del VAAM sia cambiata nel corso di un anno.

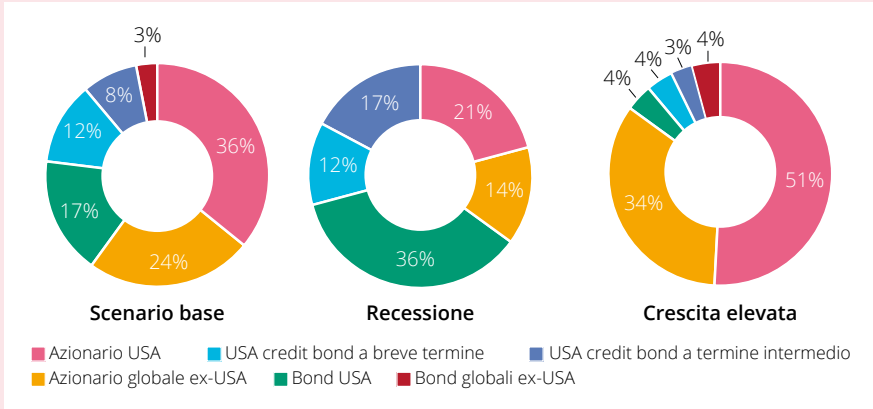
Allo stesso modo, il VAAM può essere utilizzato per costruire portafogli ottimizzati per alcuni specifici scenari economici e ambienti. La figura 12 presenta tre portafogli ottimali basati su tre diversi scenari economici: caso neutrale, recessione e crescita elevata.

Lo scenario ad alta crescita illustra uno scenario di rischio al rialzo di una crescita economica sostenuta. Gli altri due sono il nostro scenario di caso neutrale guidato da una volatilità moderata con condizioni finanziarie positive - questo corrisponde alla previsione centrale VCMM - e uno scenario recessivo causato da una svolta del ciclo economico e da una correzione dei mercati azionari. In uno scenario di forte crescita, i rendimenti azionari globali attesi sarebbero elevati. Anche i tassi a lungo e a breve termine aumenterebbero più rapidamente del previsto, con un conseguente caricamento ottimale del portafoglio sul capitale

proprio. Un portafoglio in uno scenario di recessione peserebbe meno delle azioni e sovrappeserebbe le obbligazioni con durate più lunghe. La strategia di portafoglio in uno scenario neutrale è ben diversificata.

Il VAAM, quindi, si presenta come un modello per l'allocazione degli attivi tra attivi, passivi e fattori contemporaneamente che è guidato dall'incertezza dei rendimenti attivi e dalle preferenze di rischio dell'investitore nei confronti di tale incertezza. Il modello fa leva sul quadro di previsione distributiva del VCMM e beneficia delle caratteristiche in esso incor-

Portafogli ottimali VAAM per diversi scenari economici



Fonti: calcoli Vanguard, utilizzando proiezioni di rendimento degli asset del VCMM al 30 giugno 2018.

Note: la previsione mostra una simulazione dei rendimenti annualizzati a tre anni delle classi di attività mostrati al 30 giugno 2018. Gli scenari derivano dall'ordinamento delle simulazioni VCMM in base a tassi, crescita, volatilità e rendimenti azionari. I tre scenari sono un sottoinsieme delle 10.000 simulazioni VCMM. Il portafoglio dello scenario base è costruito per mirare a una divisione 60/40 azioni / obbligazioni. I portafogli in recessione e in forte crescita assumono la stessa aversione al rischio del caso centrale e consentono all'allocazione azionaria totale di oscillare tra il 35% e l'85%. Si applicano i seguenti vincoli: azioni non statunitensi, fino al 40% dell'allocazione azionaria totale; obbligazioni non statunitensi, fino al 50% delle obbligazioni totali (non di credito); obbligazioni di credito totali, fino al 50% del reddito fisso totale (obbligazioni e obbligazioni di credito); obbligazioni di credito statunitensi a medio termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali; obbligazioni di credito statunitensi a breve termine, fino al 60% delle obbligazioni di credito totali.

porate, come la sensibilità alle valutazioni iniziali, le ipotesi di equilibrio del mercato dei capitali rivolte al futuro, le distribuzioni non normali, la cattura dell'autocorrelazione e della correlazione incrociata degli asset, e importanti collegamenti tra i rendimenti degli asset e i fattori macroeconomici.

Il VAAM ha molteplici applicazioni di ricerca e di business. Dal punto di vista del business della consulenza, uno dei principali vantaggi del suo quadro quantitativo è che può essere sfruttato attraverso varie piattaforme di consulenza e di tecnologia digitale. Il modello consente la completa personalizzazione dei portafogli, preservando allo stesso tempo la scalabilità nell'offerta di servizi di massa attraverso implementazioni tecnologiche e garantendo la coerenza della metodologia di investimento sottostante tra i diversi portafogli. Dal punto di vista della due diligence e della regolamentazione, il suo approccio quantitativo aggiunge maggiore trasparenza al processo di asset allocation. Se il modello viene utilizzato in una piattaforma di consulenza o all'interno di comitati d'investimento, questa maggiore trasparenza porta a processi di controllo e revisione più semplici per le raccomandazioni di portafoglio. Dopotutto, le basi metodologiche del modello si basano su teorie consolidate nella letteratura accademica sulla scelta del portafoglio e sulla finanza domestica.

Dal punto di vista dell'investimento comportamentale, l'utilizzo del modello per risolvere i problemi di asset allocation presenta alcuni vantaggi. La sua natura quantitativa porta alla luce molte decisioni che gli investitori prenderebbero altrimenti in modo subconscio o implicito nella scelta di allocazioni di portafoglio modello. Un malinteso comune tra i professionisti è quello di pensare che le sfide che comporta la fornitura di stime per l'aspettativa alpha (o obiettivi alpha) o i livelli di tolleranza al rischio per gli investitori sono unici nei modelli quantitativi di asset allocation come il VAAM. In realtà, qualsiasi decisione di asset allocation da parte di un investitore, con o senza un modello, comporta l'assunzione di una qualche sorta di ipotesi sull'alpha e sulla tolleranza al rischio (così come sul premio per il rischio azionario, sul premio per il rischio obbligazionario, sui tassi privi di rischio, ecc.) L'unica differenza tra i portafogli "senza modello" e i modelli di asset allocation è che con questi ultimi, tali ipotesi sono esplicite, il che li rende trasparenti e quindi maggiormente esaminabili.

**Informazioni importanti su quanto contenuto in questo articolo e su VCMM sono disponibili a pag. 96*

CAPITOLO 4

ASSET ALLOCATION NEGLI INVESTIMENTI PRIVATI

di Alessandro Sorvillo, CFA

I “Bias” o “Pregiudizi” nella clientela private

Differenze tra Bias cognitivi e Bias emozionali

Tutte le teorie economiche classiche definiscono “l’Uomo” come agente economico razionale, abile calcolatore di utilità derivante dal godimento dei beni (addirittura in grado di calcolare l'utilità attesa di un diverso paniere di beni) ed esecutore di scelte logiche, numericamente corrette (Modigliani F. a., 1954).

Sempre in quel periodo, nel 1952, Markowitz (Markowitz, 1952) gettò i precetti teorici per la costruzione di un modello di asset allocation che proponesse per ogni livello di rischio, inteso come la deviazione standard del portafoglio, una ed una sola combinazione accettabile di titoli. Secondo il modello, dato il livello di rischio, ogni diversa combinazione di titoli era inefficiente, eppure, all’atto pratico, non tutti gli investitori privati sembravano essere propensi a seguirlo alla lettera, lasciando aperto il dubbio

sulle motivazioni che li spingevano a selezionare altri titoli.

Ad accompagnare le teorie sulla costruzione dei portafogli sia affiancarono anche Modigliani e Miller che in un loro articolo sulla distribuzione dei dividendi, definirono l’investitore razionale indifferente al fatto che la ricchezza venisse distribuita sotto forma di dividendi o piuttosto come incremento del valore delle azioni (Merton, 1961).

Molto spesso però capita che l’investitore si focalizzi sul singolo dettaglio e prenda decisioni basandosi solo su un parametro, ad esempio preferendo un’azione perché portatrice di grandi dividendi o un’obbligazione per via del suo coupon.

Per cercare di dare risposta a questo comportamento, che evidentemente devia dall’Uomo economico razionale, possiamo fare riferimento alla “finanza comportamentale” che ci aiuta a meglio comprendere il comportamento dei clienti-investitori, quando si trovano a compiere le loro scelte di investimento, fornendoci prezio-

se spiegazioni sul perché le persone deviano dalle scelte finanziariamente più corrette per loro.

Differenze tra Bias cognitivi e Bias emozionali

I processi che portano i clienti-investitori lontano dalla via dell'ottimo vengono comunemente detti "Bias" che si potrebbe tradurre in italiano come "Pregiudizi" o anche "Inclinazioni" e possono essere di due tipi: cognitivi ed emozionali.

La differenza fra le due categorie non sempre è di facile identificazione ma la comprensione della stessa è di fondamentale importanza per provare a trovarvi rimedio.

I Pregiudizi cognitivi riguardano come un'informazione viene processata o richiamata dalla memoria mentre quelli emozionali nascono quando il processo decisionale è influenzato dalle sensazioni, positive o negative, provate dall'investitore.

Avendo ben chiara questa distinzione, possiamo aggiungere un tassello

lo importante e dire che i Pregiudizi cognitivi, come vedremo in seguito, sono più facilmente "aggirabili" per riportare l'investitore alla corretta decisione, una volta identificata la fonte.

Per quelli di tipo emozionale, invece, la soluzione consiste molto spesso nell'adattamento.

I Bias più comuni parte I

Dissonanza cognitiva, Bias di conferma ed Overconfidence sono tre Pregiudizi che è molto facile ritrovare assieme in quegli investitori che solitamente fanno trading.

La dissonanza cognitiva è un particolare processo mentale per il quale se ci sono nuove informazioni, che confliggono con quelle precedentemente assimilate, fanno fatica a trovare spazio nei processi decisionali dell'individuo. Egli potrebbe dunque notare solo "ciò che gli piace" all'interno dell'informazione e non la sua interezza o anche ignorare le nuove informazioni in toto.

**Spesso l'investitore
si focalizza sul singolo
dettaglio e prende decisioni
basandosi solo
su un parametro, ad esempio
preferendo un'azione
perché portatrice di grandi
dividendi o un'obbligazione
per via del suo coupon**

Il Bias di conferma è per certi versi simile alla dissonanza cognitiva: l'investitore non farà altro che cercare e notare cosa conferma le sue idee, ignorando o non dando il corretto peso a tutto ciò che invece dimostrerebbe che non hanno ragione.

Anche l'Overconfidence ha molto a che fare con i primi due e rappresenta di fatto una caratteristica dell'investitore con la quale egli tende a sovrastimare le sue possibilità di effettuare scelte d'investimento appropriate.

Alcuni investitori pensano di essere più intelligenti ed abili di quanto effettivamente siano, arrivando al punto di ascoltare solo se stessi ed ignorando i consigli degli altri ivi inclusi i Private Bankers che lavorano per i loro interessi.

Questo pregiudizio è molto pericoloso per chi si occupa di gestire la relazione e gli investimenti della clientela poiché potrebbe capitare che ciò che il Banker ritiene sia giusto fare sia

fortemente ma immotivatamente in conflitto con ciò che il cliente invece vorrebbe fare, con evidenti ripercussioni sul rendimento del piano finanziario del cliente.

I Bias più comuni parte II

Se dovessimo prendere i tre Bias più frequenti nei "trader", intesi con l'accezione degli investitori privati, sarebbero sicuramente l'Illusion of control, l'Hindsight ed il Mental accounting.

Uniti assieme, formano un trittico molto difficile da eliminare anche per quegli investitori che si supportano del lavoro di consulenti con il risultato di annebbiare la vista dell'investitore che così facendo si espone statisticamente a perdite sui mercati.

L'Illusion of control, collegata con l'overconfidence, è quando l'investitore ritiene di essere in grado di controllare il risultato dell'investimento, associando mentalmente probabilità troppo elevate all'accadimento di rendimenti positivi dati dalle sue scel-

te. Tale Pregiudizio porta l'investitore a decisioni troppo di pancia e a tenere poco in considerazione i consigli di chi ha di fronte.

Hindsight potremmo tradurlo come "col senno del poi" e si verifica quando l'investitore ritiene possibile poter prevedere gli eventi basandosi su ciò che si è già verificato e reputandolo prevedibile ex-post.

Un classico esempio si ha quando l'investitore osserva la performance positiva di un titolo, senza averci investito ma convincendosi del fatto di averlo previsto e successivamente basa le sue decisioni di investimento affidandosi al fatto di saper predire i mercati.

Se dovessimo citare uno dei pregiudizi più ricorrenti tra gli investitori ci sarebbe sicuramente il "Mental Accounting".

Conosciuto anche come contabilità a comparti o a cassetti, è un processo con il quale le somme vengono rinchiusi in compartimenti stagni e non

si ragiona più in termini di totali.

Quante volte gli investitori riferiscono ad esempio "ho guadagnato più di 10.000€" ma invece ci si riferiva ad una singola operazione con le altre invece in pesante perdita?

Quante volte, chi fa trading, chiude una posizione in guadagno lasciando le altre aperte in forte perdita ed è convinto di averci guadagnato?

Sopperire a questo tipo di comportamento non è facile come si potrebbe pensare (in fin dei conti basterebbe mostrare l'andamento complessivo del portafogli) ma anzi bisogna compiere molti sforzi che vedremo in seguito.

Sviluppi dal fronte

Oltre ai pregiudizi appena descritti, ce ne sono alcuni di tipo locale relativi al mercato Italiano che non sono stati trattati adeguatamente dalla letteratura internazionale: "Liquidity Bias" e "Underlying Bias"

Il Liquidity bias si manifesta in tutti quei risparmiatori i quali, avendo liquidità sul conto corrente, immotiva-

tamente non prendono in considerazione nessuna forma di investimento. Questi investitori vogliono solo ed esclusivamente detenere liquidità; non ammettono neanche l'ipotesi di investire in strumenti di deposito col capitale garantito ed a breve scadenza. Il problema con questi investitori è di diversi ordini; il primo è di natura tecnica: chiaramente il loro patrimonio non cresce ma anzi decresce in termini reali a causa dell'impatto dell'inflazione ma non è tutto, in certi casi potrebbe addirittura subire l'effetto dei tassi di interesse negativi.

Il secondo problema, che potrebbe anche essere potenzialmente più grave, riguarda l'applicazione della recente normativa europea BAIL-IN, con la quale il cliente potrebbe conseguire importanti perdite dei propri depositi (UE, 2014).

L'Underlying bias invece si verifica in quelle situazioni nelle quali il risparmiatore esclude a priori una tipologia di strumento finanziario dalla propria asset allocation.

Ad oggi gli intermediari finanziari offrono una vasta gamma di strumenti, prodotti e soluzioni di investimento; si parte dai classici titoli (etf, azioni, obbligazioni, ecc) passando per fondi comuni di investimento, gestioni patrimoniali e soluzioni di advisory per arrivare alle cornici assicurative (unit linked, multiramo, gestioni separate, ecc).

In molti casi inoltre questi strumenti sono inseribili all'interno di complessi sistemi di diagnosi e monitoraggio.

Si verifica invece che a volte il risparmiatore non voglia in alcun modo utilizzare un particolare strumento, senza neanche ben comprenderne le caratteristiche.

Fortunatamente questo pregiudizio è più "facilmente adattabile"; si può infatti aggirarlo usando strumenti diversi per raggiungere l'obiettivo salvo quando servano necessariamente alcune caratteristiche che solo un determinato tipo di strumento può offrire (es. pianificazione successoria con polizze).

Il processo di investimento per gli investitori privati

Ability to take risk e Willingness to take risks

Per meglio comprendere come il processo di investimento per gli investitori privati debba essere svolto, bisogna introdurre la definizione di due parametri: “ability to take risk” e “willingness to take risk”. L’ability to take risk è esattamente quanto rischio l’investitore può sostenere, in base alla sua situazione economico patrimoniale. È giocoforza un parametro obiettivo, determinato da fattori quali fascia di reddito, numero di figli, proprietà immobiliari e mobiliari, orizzonte temporale, etc.

Diverso è invece il concetto di willingness to take risk, che è invece un fattore soggettivo, relativo alla personalità ed anche alle esperienze pregresse di investimento della persona. Si tratta di quanto rischio il risparmiatore vuole assumersi, in base alla sua emotività. Di solito e a maggior ragione in Italia, dove l’educazione

finanziaria è relativamente bassa, (di Salvatore, Franceschi, Neri, & Zanichelli, 2018)) gli investitori tendono a compiere scelte troppo conservative, dimostrandosi eccessivamente cauti nelle loro scelte d’investimento.

Stimare correttamente il profilo di rischio dell’investitore

Normalmente questo processo non viene mai svolto in autonomia ma ci si affianca sempre ad un professionista degli investimenti che provvederà, assieme all’investitore, a raccogliere delle informazioni, riguardanti la situazione patrimoniale dello stesso. In questa fase bisogna raccogliere tutte le informazioni di tipo hard e soft su:

- Situazione patrimoniale dell’investitore e del suo nucleo familiare
- Situazione familiare/stile di vita
- Presenza di eventuali coperture dai rischi
- Obiettivi personali di investimento

In questo frangente del processo di raccolta dati si cerca quindi di definire alcuni parametri oggettivi dell'investitore e del suo nucleo familiare che saranno la base sulla quale lavorare per giungere infine alla creazione di un piano finanziario (in inglese investment policy statement - IPS).

Una volta definita l'ability to take risk dell'investitore, si può passare, tramite alcune domande, solitamente di tipo aperto, a capirne la tolleranza al rischio ma anche e soprattutto a farne emergere i suoi Pregiudizi.

Proviamo a vederne alcuni esempi:

1. Cosa cerchi da un investimento, la protezione del capitale o il rendimento?
2. Hai già avuto in passato esperienze da investitore?
3. Preferisci mantenere il controllo dell'investimento o delegare ad un gestore?
4. Hai stima delle tue competenze da investitore?
5. Preferisci avere un flusso cedolare o il capitale alla fine?

6. Conosci le differenze tra azioni ed obbligazioni? Cosa ne pensi di investire in azioni?

Quando infine si conoscono i Pregiudizi unitamente al profilo di risk ability e willingness è possibile passare alla fase successiva: la creazione di un'asset allocation modificata per la finanza comportamentale.

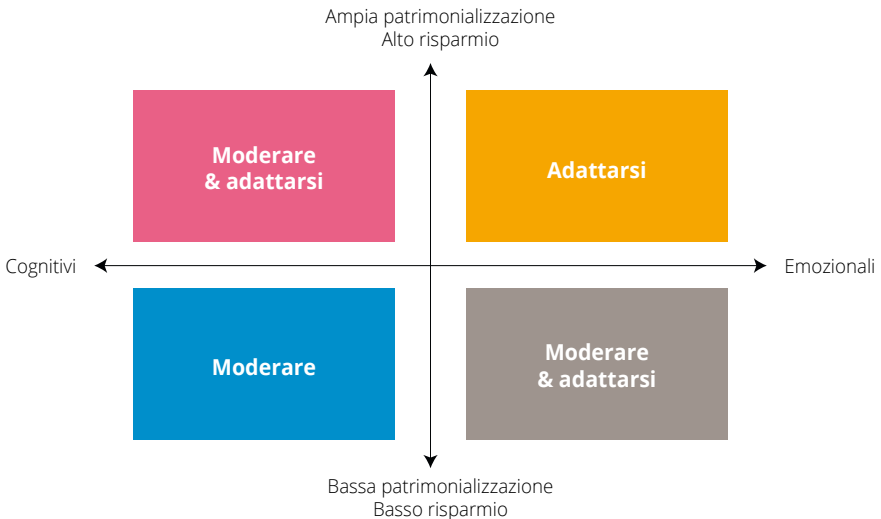
Asset allocation modificata per la finanza comportamentale

Una volta che si dispone di tutte le informazioni necessarie è possibile procedere alla creazione del vero e proprio piano finanziario che però sarà sviluppato ragionando su un possibile compromesso tra quello che sarebbe giusto fare (in base alle classiche teorie di costruzione del portafoglio) e quello che l'investitore vorrebbe fare.

La finanza comportamentale infatti ci suggerisce che di fronte ai Pregiudizi è possibile fare due cose: moderarli o adattarsi.

La scelta sul da farsi è dipendente da:

Figura 1 Pregiudizi emozionali vs Pregiudizi cognitivi



Fonte: CFA Institute

- Livello di patrimonializzazione del cliente
- Tasso di risparmio
- Tipologia di pregiudizio

e può essere riassunta in questo modo: tanto più un investitore ha un vasto patrimonio e un tasso di risparmio alto, tanto più ci si può adattare; nel caso invece di risparmiatori con basso patrimonio o che non hanno un forte risparmio è meglio cercare di moderarli, per portarli alla scelta più corretta finanziariamente.

Bisogna inoltre ricordare che con i Pregiudizi emozionali è da ricercare l'adattamento mentre con quelli co-

gnitivi si può provare la moderazione. Stabilito quale sia la giusta strada da seguire, di quanto conviene discostarsi dai risultati dell'allocatione razionale? Partendo dal presupposto che non si tratta di una regola ferrea ma piuttosto di un consiglio, possiamo avere un'idea guardando la Tabella 1.

Da notare che le indicazioni di cui sopra vanno contestualizzate e personalizzate in base alla tipologia dell'investitore e ad altri fattori tra i quali ad esempio il numero di asset inseriti nel piano finanziario, obiettivo di rendimento, grado di diversificazione, ecc.

Gestione dell'asset allocation

Ribilanciamenti di portafogli comportamentali

Quando si tratta di investitori privati è una buona idea suddividere il piano finanziario in livelli in base agli obiettivi del cliente. Ogni piano finanziario avrà un obiettivo prestabilito (casa vacanze, università dei figli, ecc). Un istituzionale invece ragiona in maniera diversa: tende a definire un livello di rischio accettabile e utilizzare un modello (uno su tutti il celebre media/varianza) per generare l'asset allocation desiderata. Definisce poi un intervallo accettabile, superato il quale viene eseguito il ribilanciamento;

pensiamo ad un istituzionale che fa partire un investimento 60% bond e 40% equity che per effetto del mercato diventa 70% bond e 30% equity. Molto probabilmente si troverà e vendere bond e comprare equity per riportare l'investimento nella situazione ottimale.

Per un investitore privato questo approccio potrebbe non essere corretto: il singolo infatti non punta a massimizzare il rendimento o minimizzare il rischio ma piuttosto a raggiungere i suoi obiettivi e pertanto il rischio, inteso nella sua prospettiva, non è tanto dato dalla deviazione standard ma piuttosto dalla probabilità di non raggiungere gli obiettivi. I ribilanciamenti

Tabella 1
Impatto bias cognitivi ed emozionali

	Bias Cognitivi	Bias Emozionali
Alto patrimonio/ risparmio	Piccola Modifica: +/- 5%-10% per singola asset	Modifica importante: +/- 10%-15% per singola asset
Basso patrimonio/ risparmio	Vicini al punto: +/- 3%-5% per singola asset	Piccola modifica: +/- 5%-10% per singola asset

menti vanno eseguiti se, a causa di mutate condizioni di mercato, l'asset allocation non è più in grado di portare a termine il lavoro. Prendiamo l'esempio di un investitore che utilizza un portafoglio di bond come portafoglio a basso rischio per raggiungere come obiettivo una riserva di liquidità per l'acquisto di casa tra dieci anni e un secondo portafoglio composto di equity con la finalità di rivalutazione del capitale per destinare quanti più soldi al proprio figlio, appena nato, una volta che finirà l'università.

L'investimento globale iniziale è 70% bond e 30% equity che passa, dopo un paio d'anni, a 60% bond e 40% equity. Per questo cliente potrebbe non essere necessario ribilanciare in quanto con suoi bond otterrà comunque la riserva di liquidità desiderata (Statman, 2019) e quindi i suoi obiettivi.

Investor Return vs Investment Return

Per stabilire le performance che gli investitori ottengono si sono sempre

utilizzate due importanti metriche: il Money Weighted Rate of Return (MWRR) e il Time Weighted Rate of Return (TWRR).

Prima di scendere nel dettaglio della matematica di questi indicatori, proviamo a descrivere cosa vogliono significare. Durante la vita di un investimento infatti l'investitore può apportare nuova liquidità o averne bisogno per le sue spese variando quindi l'ammontare effettivamente investito.

Cosa succederebbe alla performance ad esempio se egli decidesse di apportare nuova liquidità proprio prima di un mercato toro o ne togliesse magari per comprarsi un immobile prima di un crollo? La performance verrebbe influenzata, anche di molto, dalla tempistica con la quale sono state effettuate le operazioni e potrebbe non indicare la bravura della gestione.

Per ovviare a questa problematica quindi sono stati creati questi due indicatori:

Il TWRR può essere inteso come la "bravura del gestore" e mostra la performance ottenuta dall'investimento sterilizzando la componente prelievi/conferimenti.

Per calcolarlo si usa la formula (Clarfeld, 1988):

$$TWRR = [(1 + r_1) * (1 + r_2) * ... * (1 + r_n)] - 1$$

Dove il rendimento r deve essere calcolato, come segue, ogniqualvolta il cliente modifichi l'effettiva giacenza

$$r = \frac{\text{Valore Finale} - \text{Valore Iniziale}}{\text{Valore Iniziale}}$$

$r = (\text{Valore Finale} - \text{Valore Iniziale}) / (\text{Valore Iniziale})$

Il MWRR invece rappresenta la performance effettivamente realizzata dall'investitore e si può calcolare (formula Dietz modificata) come (Carl R. Bacon, 2019):

$$MWRR_{DietzMod} = \frac{V_1 - V_0 - \sum CF}{V_0 + \sum_{i=1}^n (CF_i * w_i)}$$

Dove w_i è il fattore di ponderazione per il tempo e si calcola come

$$w_i = \frac{CD - D_i}{CD}$$

CD = giorni totali nel periodo

D_i = giorni dal quale il cash flow ha avuto origine

Senza scendere troppo nel dettaglio della matematica la formula ci dice che di fatto il MWRR è il rendimento avuto dall'investitore calcolato sulla giacenza media dell'investimento.

Nella gestione dei propri investimenti spesso accade, anche a causa dei bias precedentemente introdotti, che ci si discosti dall'asset allocation ottima o dal piano di investimento oppure per far fronte a necessità di liquidità non prevista.

La differenza tra quanto l'investitore avrebbe potenzialmente ottenuto e quanto effettivamente ottiene è chiamato behaviour gap.

**Nella gestione
dei propri investimenti
spesso accade, anche a causa
dei bias, che ci si discosti
dall'asset allocation ottima
o dal piano di investimento**

Behaviour gap questo sconosciuto

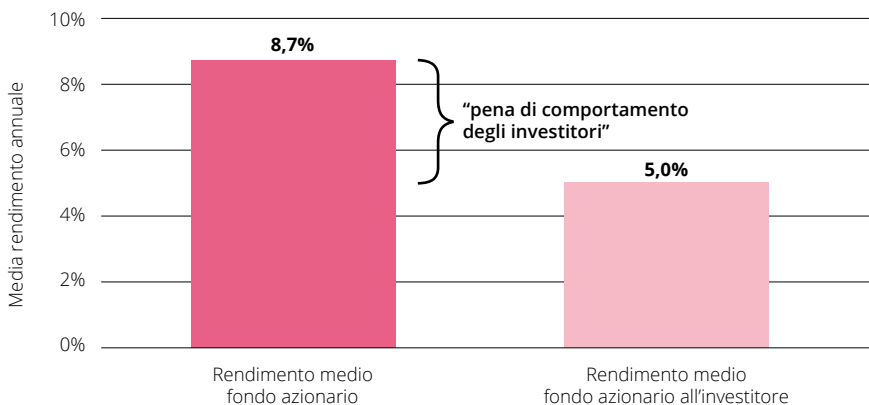
Il behaviour (o behavioural) gap può essere definito come la differenza tra quanto l'investitore avrebbe potuto ottenere e quello che effettivamente ottiene o anche, se vogliamo, come la differenza tra quello che andrebbe fatto e quello che viene effettivamente fatto. Perché c'è questo gap? Semplice:

perché siamo emotivi e non fredde macchine.

Uno studio condotto da Davis Advisors che prende in considerazione il periodo 1994-2013 mostra come in media un fondo che investe in equity abbia prodotto un rendimento dell'8,7% mentre l'investitore medio in fondi equity solo il 5%. La differenza del 3,7% è dovuta soprattutto

Figura 2

Rendimento medio fondo azionario vs rendimento all'investitore



Fonte: CFA Institute

al fatto che i clienti abbiano ritirato e conferito con un cattivo timing (Davis Advisors, 2013).

Morningstar sembra confermare questi risultati: uno studio effettuato nel 2009 sul fondo CGM Focus Fund mostra come lo stesso abbia realizzato un'ottima performance a 10 anni del 18% (annualizzato) mentre l'investitore medio del fondo, incredibilmente, -17% (Haig, 2009). Ciò è stato possibile poiché i clienti tendono ad investire dopo periodi di crescita dei prezzi e a disinvestire quando il mercato è basso; esattamente il contrario di quello che andrebbe fatto per massimizzare i rendimenti.

Gli argomenti trattati in questo breve capitolo pongono grande enfasi sull'aspetto comportamentale degli investitori e mostrano come buona parte dei rendimenti, o meglio dei mancati rendimenti, possano essere migliorati andando a gestire l'aspetto emotivo.

Ne segue quindi che la gestione dell'aspetto emotivo e della corretta

identificazione degli obiettivi rappresentano aspetti sempre più fondamentali nella gestione di un portafoglio di investimenti finanziari.

Finito di stampare nel mese di settembre 2020 presso:
Graphicscalve SpA
Località Ponte Formello, 1/3/4 - 24020 Vilminore di Scalve (BG)

Su carta



Con inchiostro biologico senza olii minerali
Novaboard Protect Bio
(Flint Group)

DISCLAIMER

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento. Le opinioni espresse in questo documento non costituiscono una consulenza all'investimento o altra forma di consulenza in materia di investimenti e possono essere soggette a modifiche. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Open Financial Communication e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Open Financial Communication non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo. Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia. Open Financial Communication declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Le informazioni riguardanti le performance passate di qualsiasi strategia di investimento non garantiscono e non sono indicative di possibili performance future. L'investimento in strumenti finanziari può comportare un elevato grado di rischio e può comportare perdite anche superiori al capitale inizialmente impegnato. Tale documento non costituisce materiale pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.

VANGUARD

Informazioni importanti sugli investimenti

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono diminuire o aumentare e gli investitori potrebbero recuperare un importo inferiore a quello investito.

Informazioni importanti

Il presente documento è destinato agli investitori professionali e non deve essere distribuito agli investitori al dettaglio, i quali non possono farvi affidamento.

Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate offerte di acquisto o di vendita né sollecitazioni di offerte di acquisto o di vendita di titoli in qualsiasi paese in cui tali prassi siano vietate dalla legge, né possono essere rivolte a persone cui non sia lecito fare tali offerte o sollecitazioni né possono essere fatte da persone non qualificate. Le informazioni contenute nel presente documento sono di carattere generale e non devono essere interpretate come consulenza legale, fiscale o di investimento. Si invitano i potenziali investitori a rivolgersi a consulenti professionali per quanto riguarda le implicazioni degli investimenti in [azioni/quote], del possesso e della cessione delle stesse e del ricevimento delle distribuzioni di utili di eventuali investimenti.

Le azioni ETF possono essere acquistate o vendute esclusivamente tramite intermediari. Gli investimenti in ETF sono soggetti a una commissione d'intermediazione e ad uno spread tra domanda e offerta, che devono essere valutati attentamente prima dell'investimento.

Informazioni importanti su Vanguard Capital Markets Model

IMPORTANTE: Le proiezioni e le altre informazioni generate dal Vanguard Capital Markets Model (VCM) in merito alla probabilità di vari risultati di investimento sono di natura ipotetica, non riflettono i risultati effettivi dell'investimento e non sono garanzia di risultati futuri. I risultati del VCM variano ad ogni utilizzo e nel corso del tempo.

Le proiezioni del VCM si basano su un'analisi statistica dei dati storici. I rendimenti futuri possono comportarsi in modo diverso dai modelli storici elaborati dal VCM. Ancora più importante, il VCM può sottovalutare gli scenari negativi estremi non osservati nel periodo storico su cui si basa la stima del modello. Il VCM è uno strumento proprietario di simulazione finanziaria sviluppato e gestito dai principali team di ricerca e consulenza in materia di investimenti di Vanguard. Il modello prevede la distribuzione dei rendimenti futuri per un'ampia gamma di classi di attività. Tali classi di attività comprendono i mercati azionari statunitensi e internazionali, diverse scadenze del Tesoro statunitense e dei mercati a reddito fisso aziendali, i mercati internazionali a reddito fisso, i mercati monetari statunitensi, le materie prime e alcune strategie di investimento alternative. Il fondamento teorico ed empirico del VCM prevede che i rendimenti delle varie classi di attività riflettono i compensi richiesti dagli investitori per l'assunzione di diversi tipi di rischio sistematico (beta). Al centro del modello vi sono le stime della relazione statistica dinamica tra fattori di rischio e rendimenti degli attivi, ottenute da analisi statistiche basate sui dati finanziari ed economici mensili disponibili già dal 1960. Utilizzando un sistema di equazioni, il modello applica un metodo di simulazione Monte Carlo per proiettare le interrelazioni stimate tra fattori di rischio e classi di attività, nonché l'incertezza e la casualità nel tempo. Il modello genera un ampio set di risultati simulati per ogni asset class su diversi orizzonti temporali. Le previsioni sono ottenute calcolando misure di tendenza centrale in queste simulazioni. I risultati prodotti dallo strumento variano ad ogni utilizzo e nel corso del tempo.

Pubblicato da Vanguard Asset Management, Limited, autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

© 2020 Vanguard Asset Management, Limited. Tutti i diritti riservati.

Autori

Riccardo Rasi - Responsabile investimenti- Fondazione Enasarco

Attualmente responsabile degli investimenti sui mercati privati e pubblici presso la Fondazione Enasarco, sovrintende a circa 8 miliardi di euro e la gestione di investimenti diretti e indiretti. In precedenza ha lavorato come ricercatore quantitativo e trader per hedge fund nel Regno Unito e nel Principato di Monaco. Riccardo è anche Professore a contratto di Economia Pubblica presso l'Università Telematica San Raffaele Roma. Ha conseguito un Master in Banking and International Finance presso la Cass Business School e un BSc in Statistics presso l'Università La Sapienza di Roma. Titolare del CFA dal 2018.

Alessandro Sorvillo, CFA - Consulente Finanziario - FinecoBank

Consulente Finanziario ed analista finanziario certificato CFA si occupa di realizzazione e monitoraggio investimenti per clientela retail ed istituzionale. Oltre alla certificazione CFA detiene anche la designazione IMC risultando l'unico in tutto l'albo nazionale OCF ad averle entrambe. Si occupa anche di formazione di nuovi consulenti finanziari, ricoprendo l'incarico di trainer presso l'intermediario del quale ha mandato.

Daniel Squindo - Responsabile Strategie Quantitative - BCC Risparmio & Previdenza

Sviluppa metodologie di asset allocation per la gestione di Fondi di Fondi e mandati istituzionali. È entrato a far parte di BCC Risparmio & Previdenza nel gennaio 2016 dopo aver lavorato come analista finanziario in Deloitte Consulting dal 2014, con focus principalmente su temi di risk management e presso Banca IMI durante un programma di tirocinio come analista quantitativo. Ha conseguito la laurea triennale in Ingegneria Matematica e un master in Ingegneria Finanziaria entrambi presso il Politecnico di Milano.

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana.

CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy ha attualmente oltre 500 soci attivi, nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 167.000. Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale.

I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi.

CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri. I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la possibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative.

L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.

Le uscite precedenti

- 1 Factor Investing
- 2 Fixed Income
- 3 Alternative Investments
L'importanza del Wealth Management
- 4 Investimenti ESG
- 5 Alternative Investments
Le principali tecnologie
- 6 Etf & Fund Selection
- 7 Systematic Investments
- 8 Unconstrained Fixed Income
- 9 Value Investing