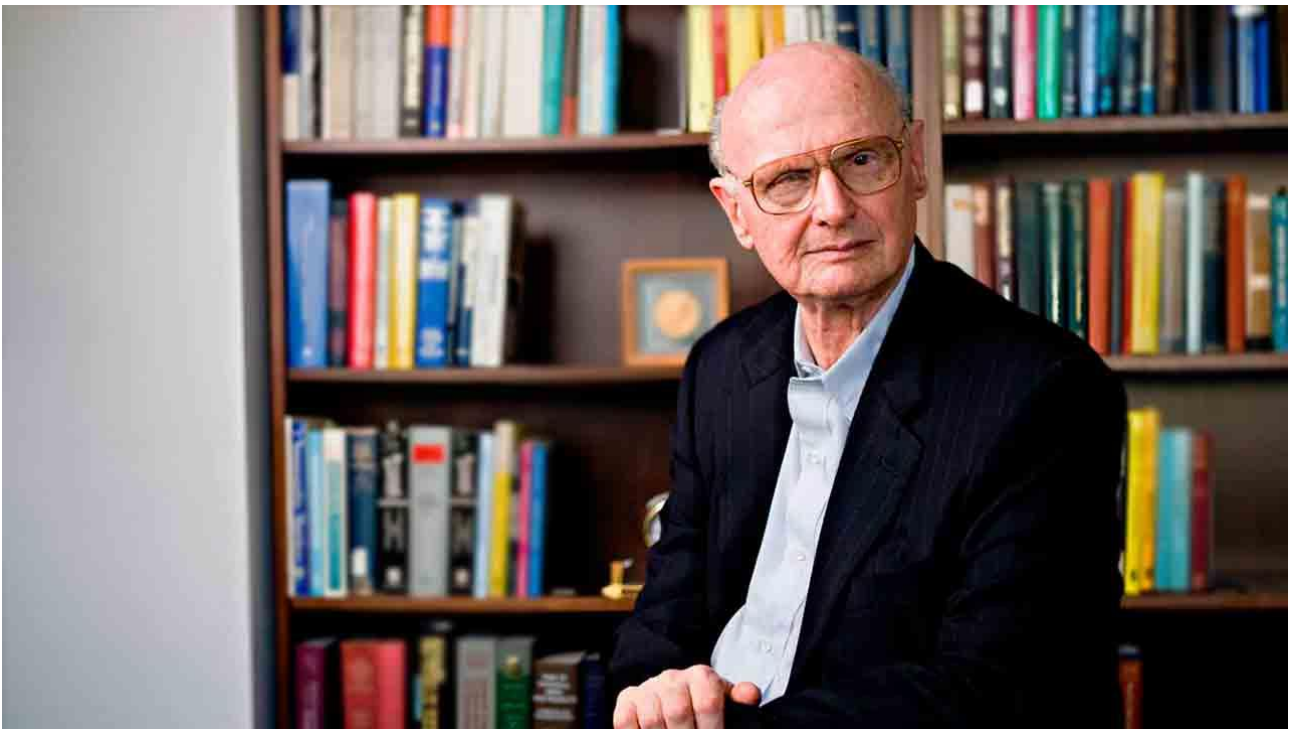


Conoscere i mercati finanziari: rendimento, rischio e portafogli finanziari

Di Guido Gallico¹



Harry Markowitz, economista statunitense e premio Nobel per l'economia nel 1990, padre della moderna teoria di selezione di portafoglio

¹ Docente presso l'Università degli Studi di Brescia e presso l'Istituto Paritario "Giovanni Paolo II" di Brescia

Sommario

| | |
|---|-----------|
| <i>Capitolo 1. Rendimento e rischio.....</i> | <i>1</i> |
| <i>Capitolo 2. Misurare il rendimento di uno strumento finanziario.....</i> | <i>3</i> |
| <i>Capitolo 3. Misurare il rischio di uno strumento finanziario</i> | <i>4</i> |
| 3.1 La volatilità | 4 |
| 3.2 Il Value at Risk (VaR)..... | 5 |
| <i>Capitolo 4. Dal singolo strumento finanziario al portafoglio di strumenti finanziari</i> | <i>7</i> |
| <i>Capitolo 5. Rendimento e rischio di un portafoglio: l'effetto diversificazione</i> | <i>9</i> |
| <i>Capitolo 6. Come comporre un portafoglio finanziario: l'asset allocation</i> | <i>12</i> |
| <i>Approfondimento. Conoscere la propria propensione al rischio: il questionario MiFiD</i> | <i>14</i> |
| <i>Bibliografia</i> | <i>16</i> |

Capitolo 1. Rendimento e rischio

Le ragioni che possono spingere un risparmiatore oppure un'azienda ad affacciarsi al mercato finanziario sono due:

1. Ricerca di fonti di finanziamento alternative al tradizionale prestito bancario;
2. Ricerca di un guadagno legato all'investimento in strumenti finanziari;

Tralasciando temporaneamente la prima ragione, fuori dal perimetro di questo ciclo di lezioni, è doveroso chiedersi perché un soggetto, quando investe il suo denaro in un qualunque prodotto finanziario, dovrebbe aspettarsi un guadagno.

La risposta è piuttosto semplice: l'investitore rinuncia a disporre della sua ricchezza per un certo periodo di tempo (potenzialmente tutta la durata dell'investimento) fornendola ad un'altra controparte, e per questo si aspetta una remunerazione che compensi tale rinuncia.

Quindi tanto più a lungo l'investitore rinuncerà alla propria ricchezza tanto più alta dovrà essere la remunerazione che gli verrà riconosciuta.

Questa è una delle ragioni per le quali gli strumenti finanziari a più lunga scadenza rendono di più di quelli a breve scadenza.

Oltre ad essere condizionato dal *tempo*, l'investitore è condizionato anche dalla possibilità di non poter rientrare in possesso del suo denaro (o di poterne rientrare in possesso solo parzialmente).

Il rischio di perdere tutto o parte del capitale investito rappresenta il secondo fattore alla base del rendimento: in presenza di tale rischio, il premio (guadagno) atteso per la rinuncia a spendere oggi le risorse ma investirle sarà ancora maggiore.

Questa è la ragione per cui gli investimenti meno affidabili hanno un rendimento maggiore rispetto agli investimenti più solidi. Quindi anche gli strumenti finanziari emessi da emittenti più fragili presenteranno rendimenti maggiori rispetto a quelli emessi da organismi più sicuri.

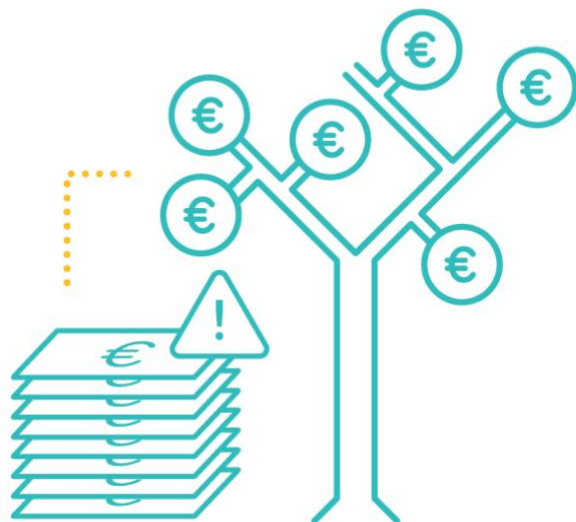
È importante sottolineare come il concetto di "rischio" utilizzato dagli operatori dei mercati finanziari sia molto preciso: il rischio esprime la probabilità di ottenere un risultato diverso da quello atteso.

Da questo esempio è possibile trarre due considerazioni:

1. Il concetto di rischio non è soggettivo ma oggettivo: si tratta della probabilità di ottenere un risultato diverso da quello atteso;
2. L'ottenimento di un risultato finale diverso da quello previsto non significa per forza inferiore. Per queste ragioni è più corretto suddividere il rischio in:
 - a. *Upside risk* → probabilità di ottenere un risultato superiore a quello atteso (e quindi un guadagno maggiore);
 - b. *Downside risk* → probabilità di ottenere un risultato inferiore a quello atteso (e quindi un guadagno inferiore o perfino la riduzione e l'azzeramento di quanto investito);

Il principio base che lega il rendimento al rischio è molto semplice ed intuitivo: più alto è il rischio, più deve essere alto il rendimento.

La relazione rischio-rendimento



Quando un investimento promette un rendimento elevato, anche il rischio di incorrere in perdite rilevanti è elevato.

Per questo si dice che in finanza non esistono guadagni facili.

Dobbiamo ponderare questo concetto nelle decisioni di investimento.

Figura 1: Relazione tra rischio e rendimento²

² http://www.quellocheconta.gov.it/it/abc-quello-che-conta/7-cose-da-sapere/relazione_rischio_rendimento.html

Capitolo 2. Misurare il rendimento di uno strumento finanziario

Il rendimento è il tasso che misura la variazione di valore del capitale iniziale investito in uno strumento finanziario in funzione della durata dell'investimento.

Rappresenta una misura del guadagno o della perdita derivanti dall'investimento.

Gli investimenti possono remunerare l'investitore attraverso due tipologie di ricavo:

1. Il guadagno in conto capitale (in inglese "capital gain") → dato dalla differenza tra prezzo di acquisto e vendita di un titolo;
2. I flussi di cassa → si tratta di flussi monetari (somme di denaro) in entrata e/o in uscita generati dall'investimento in un dato periodo tempo. I più noti sono i dividendi per le azioni e le cedole per le obbligazioni;

Il rendimento di un investimento finanziario viene generalmente espresso in forma percentuale e su base annua tenendo conto di:

- Prezzo di acquisto e prezzo di vendita;
- Flussi di cassa periodici;
- Durata dell'investimento;

Ci sono diverse modalità di definizione e di calcolo dei tassi di rendimento, ma la più importante è sicuramente il **TIR (Tasso Interno di Rendimento)**.

Il TIR è il tasso di rendimento che consente di eguagliare, attraverso l'attualizzazione finanziaria, il prezzo pagato per acquistare uno strumento finanziario con la somma dei valori attuali di tutti i flussi futuri (dividendi/interessi e rimborso del capitale a scadenza).

In altre parole, il TIR è quel tasso che rende uguale il valore attuale dei flussi futuri di entrate e uscite finanziarie

In formule:

$$\text{Prezzo acquisto titolo} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{flussi di cassa netti prodotti dall'investimento}^3}{(1 + TIR)^{t4}}$$

In fase di calcolo, il TIR è l'incognita della formula: tutti gli altri dati sono noti ed il tasso viene determinato seguendo le regole della matematica finanziaria.

Il Tasso Interno di Rendimento è la migliore misura per esprimere la redditività di un investimento perché considera tutte le caratteristiche del titolo:

- a) Interesse periodico;
- b) Guadagno in conto capitale (Prezzo rimborso – Prezzo acquisto);
- c) Rimborso del capitale;
- d) Frequenza dei flussi periodici;
- e) Durata dell'investimento;
- f) Prezzo di acquisto;
- g) I costi di transazione;
- h) Oneri fiscali;

³ I flussi di cassa netti prodotti dall'investimento sono costituiti dai flussi di cassa periodici (dividendi, interessi) e dal rimborso del capitale a scadenza al netto di oneri fiscali, costi di transazione e commissioni.

⁴ La t rappresenta il tempo trascorso tra la data di acquisto del titolo e la data di scadenza del singolo flusso di cassa.

Capitolo 3. Misurare il rischio di uno strumento finanziario

Il rischio si può definire come la probabilità che in un dato arco temporale il rendimento effettivo possa risultare diverso dal rendimento atteso.

Il rischio di un investimento finanziario è una caratteristica o proprietà dell'insieme dei possibili risultati di un investimento, e può essere legato a moltissimi fattori direttamente o indirettamente connessi allo strumento finanziario:

- I fattori di rischio direttamente connessi allo strumento finanziario prendono il nome di **rischio specifico**. Ne sono esempi i rischi legati alle condizioni dell'emittente dello strumento finanziario e al settore al quale questo è legato (se si investe in un'azione Ferrari S.p.a. si correranno rischi legati all'andamento della nota casa automobilistica e all'andamento del settore *automotive* in generale);
- I fattori di rischio non direttamente connessi allo strumento finanziario prendono il nome di **rischio generico**. Il rischio generico è dovuto all'andamento del sistema economico e finanziario nel suo complesso: ciclo economico, tassi di interesse, tassi di cambio, pandemie sono tutti fattori che influenzano un investimento a prescindere dalle sue caratteristiche specifiche;

In linea generale, il rischio può essere rilevato in modo analitico o sintetico:

- Il **rischio analitico** è la variabilità dei risultati spiegata *a priori* (prima di effettuare l'investimento) dalle caratteristiche intrinseche degli strumenti finanziari esaminati;
- Il **rischio sintetico** è la variabilità dei risultati spiegata *a posteriori* (dopo aver effettuato l'investimento) dall'interazione di vari fattori di mercato (livelli dei prezzi, tasso di interesse, fase economica di espansione o recessione, ecc.);



Figura 2: Esempi di fattori di rischio generico⁵

Nella presente lezione ci si occuperà del rischio sintetico, le cui principali misure sono:

- La volatilità (o deviazione standard);
- Il Value at Risk (VaR);

3.1 La volatilità

L'indicatore di rischio più utilizzato in ambito finanziario è la **volatilità** e lo strumento statistico per definirla è la deviazione standard.

La volatilità consiste in una misura statistica che indica il grado di dispersione dei rendimenti intorno al rendimento medio e che "traduce" in numeri un concetto astratto: il rischio.

⁵ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/var-158.htm>

Sul piano concettuale la *deviazione standard* rappresenta la tendenza di un rendimento a oscillare intorno al rendimento medio e offre all'investitore una misura realistica di quanto si può guadagnare o perdere con l'investimento.

La deviazione standard esprime la turbolenza dei rendimenti di ogni attività finanziaria di cui sia disponibile una serie storica di prezzi o di rendimenti.

Una maggiore volatilità comporta uno spettro più ampio di possibili rendimenti futuri, e di conseguenza maggiore incertezza sull'effettiva entità del risultato dell'investimento.

La formula statistica più diffusa è la seguente:

$$Volatilità = \sqrt{\sum_{rendimenti\ periodo = 1}^n \frac{(Rendimenti\ di\ periodo - rendimento\ medio)^2}{n - 1}}$$

La volatilità indica quindi qual è l'ampiezza delle oscillazioni del rendimento di un titolo intorno al valore medio dei rendimenti.

In genere il dato di volatilità viene annualizzato per renderlo coerente con i dati di rendimento medi, anch'essi espressi abitualmente su base annua.

Per esempio, se si calcola la volatilità utilizzando dati mensili e si vuole ottenere il dato annuale è necessario effettuare alcuni aggiustamenti (ad esempio, se si parte da rendimento mensili, è necessario moltiplicare il risultato di deviazione standard per radice di 12).

Anche se l'analisi del passato non è necessariamente una garanzia di previsioni del futuro, l'osservazione di rischio e rendimento su basi statistiche può fornire un'idea oggettiva circa il rendimento che ci si può aspettare da uno strumento finanziario e circa il rischio a esso associato.

Ad esempio, se un titolo storicamente registra un rendimento ha un medio annuo dell'8% e una volatilità annua del 20%, è ragionevole aspettarsi per il futuro un risultato compreso tra un massimo di 28% (8% + 20%) e un minimo del -12% (8% - 20%).

La volatilità come strumento di misurazione del rischio ha due grandi pregi:

1. Può essere applicata a tutti gli strumenti finanziari che abbiano un prezzo/valore definibile numericamente;
2. Viene espressa in termini percentuali allo stesso modo del rendimento di cui misura la dispersione, rendendo immediato il confronto tra i due;

3.2 Il Value at Risk (VaR)

Il **Value at Risk (VaR)**, traducibile in italiano con "*valore a rischio*", è un indicatore utilizzato per stimare qual è la perdita di un titolo o di un portafoglio generata da un movimento sfavorevole dei prezzi di mercato.

Rappresenta una misura della massima perdita nella quale, con una certa probabilità, uno strumento finanziario (o un insieme di strumenti finanziari) potrebbe incorrere in un determinato orizzonte temporale.

Il VaR consente di rispondere alla domanda: "*qual è l'importo massimo che rischio di perdere con una certa probabilità del X%?*"

Questo parametro dipende da fattori come l'arco di tempo considerato (la durata dell'investimento), il livello di confidenza (cioè la probabilità di avere al massimo tale perdita, di solito si utilizza il 95% o il 99%, ma può essere definita a propria discrezione) e la valuta utilizzata per denominarlo.

Ad esempio, supponiamo di aver investito in uno strumento finanziario con VaR a un giorno pari a 500,00 € ad un livello di confidenza del 95%.

Questo significa che a fine giornata possiamo aspettarci, con una probabilità del 95%, una massima perdita non superiore a € 500,00 €, a patto che ci si trovi in condizioni di mercato normali.

Al contrario, possiamo aspettarci che il valore scenda più di quell'importo con una probabilità del 5% (100%-95%).

È infatti importante precisare che il VaR costituisce una misura di rischio *frequenziale* e non di intensità: ci consente di sapere che si può perdere "al massimo un determinato importo con una certa probabilità", senza dare informazioni circa cosa possa accadere nella restante parte di probabilità.

Il calcolo del VaR è molto diffuso per due grandi vantaggi:

- È applicabile a tutte le tipologie di investimento, dal mercato azionario a quello obbligazionario, dai derivati alle valute;
- È facile da leggere, dando un'idea della massima ragionevole perdita potenziale dell'investimento;

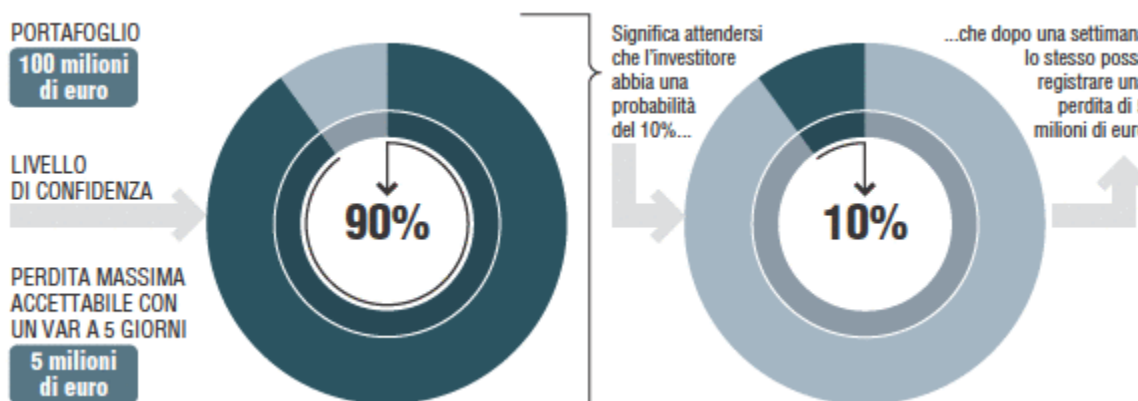


Figura 3: esempio di applicazione del VaR⁶

Il VaR può anche essere espresso in percentuale: se ad esempio il VAR 95% ad un anno del titolo *Alfa* è pari al 7,75% significa che nel 95% dei casi non si subirà in un anno una perdita superiore al -7,75% del capitale investito.

⁶ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/var-158.htm>

Capitolo 4. Dal singolo strumento finanziario al portafoglio di strumenti finanziari

Un portafoglio di strumenti finanziari (detto anche “*portafoglio finanziario*” o più semplicemente “*portafoglio*”) è un insieme di attività finanziarie detenute da una persona o da un’istituzione, sia essa una società oppure un fondo di investimento.

All’interno del portafoglio, la proporzione del valore di ciascuna attività sul valore totale del portafoglio viene definita “*peso di portafoglio*”:

$$\text{Peso del titolo} = \frac{\text{Importo investito nel singolo titolo}}{\text{Importo investito complessivamente}}$$

oppure

$$\text{Peso percentuale del titolo} = \frac{\text{Importo investito nel singolo titolo}}{\text{Importo investito complessivamente}} * 100$$

Ovviamente, la somma dei pesi di tutte le attività in portafoglio deve essere pari ad uno (o, se espressa in termini percentuali, a cento).

Ad esempio, se un risparmiatore acquista 2.000 € di azioni Alfa e 3.000 € di obbligazioni Beta, si trova ad avere un portafoglio di investimento di 5.000 € con le seguenti caratteristiche:

- Composizione azionaria con peso pari al 40%, dato da

$$\text{Peso percentuale azione Alfa} = \frac{2.000 \text{ €}}{5.000 \text{ €}} * 100$$

- Composizione obbligazionaria con peso pari al 60%, dato da

$$\text{Peso percentuale obbligazioni Beta} = \frac{3.000 \text{ €}}{5.000 \text{ €}} * 100$$

La somma dei due pesi percentuali risulta correttamente pari a 100%.

All’interno di un portafoglio di investimento possono essere presenti azioni, obbligazioni, materie prime, derivati, liquidità, fondi comuni e polizze assicurative a contenuto finanziario.

Un portafoglio può essere anche costituito da titoli non negoziabili, come opere d’arte o investimenti privati. Chiaramente il peso di ciascuno strumento va modulata sulla base degli obiettivi finanziari dell’investitore.

Un portafoglio, se costruito correttamente, rispecchia la propensione al rischio, l’orizzonte temporale e gli obiettivi dell’investitore.

Il peso ed il valore monetario degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio influenzano il rapporto tra il rendimento e il rischio.

La creazione di un portafoglio finanziario deriva dall’esigenza di diversificazione dei propri investimenti, ovvero di suddivisione dei propri risparmi tra più strumenti finanziari differenti così da ridurre i rischi di perdite.

Investire tutti i risparmi in un solo strumento finanziario lega il proprio destino a doppio filo con quello dell’emittente dello strumento (se l’emittente guadagna, guadagna anche l’investitore ma se l’emittente fallisce, l’investitore può perdere tutto).

Gli investitori devono considerare anche l’ottica temporale del proprio investimento, cioè il tempo durante il quale l’investitore rinuncia a utilizzare il proprio capitale, per investirlo e ottenere un rendimento futuro.

Un portafoglio di strumenti finanziari può essere costruito, gestito e detenuto direttamente dall'investitore (ad esempio tramite una piattaforma di *Home Banking*) oppure può essere costruito e gestito da un professionista finanziario, da una banca, da un fondo di investimento o da altre istituzioni finanziarie.

Nella *figura 4* viene proposto un *diagramma a torta* rappresentante la composizione di un reale portafoglio d'investimento, costituito da:

- Titoli azionari statunitensi per il 37% del capitale investito;
- Titoli obbligazionari per il 37% del capitale investito;
- Titoli azionari non statunitensi per il 15% del capitale investito;
- Investimenti immobiliari per l'8% del capitale investito;
- Investimenti in materie prime per il 3% del capitale investito;

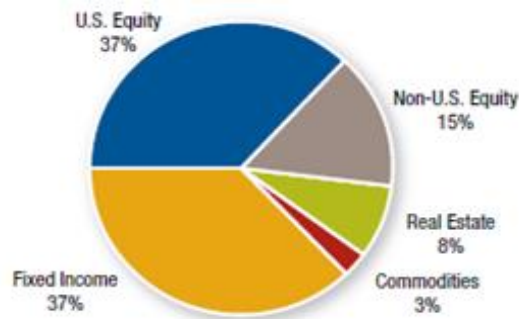


Figura 4: esempio di portafoglio di strumenti finanziari⁷

⁷ G. C. Allen, *The Risk Parity Approach to Asset Allocation*, Callan Investments Institute Research, 2010

Capitolo 5. Rendimento e rischio di un portafoglio: l'effetto diversificazione

Il **rendimento medio di un portafoglio** di strumenti finanziari coincide con la media ponderata dei rendimenti ottenuti dei singoli titoli, individuando come peso la percentuale di investimento in ciascuno strumento finanziario.

La stessa cosa non è valida per il **rischio di portafoglio**, dove la volatilità del portafoglio è inferiore (o al più, in rari casi, uguale) alla somma delle singole volatilità ponderate per il peso percentuale del relativo titolo.

Questa riduzione del rischio è dovuta al fatto che i titoli presentano in genere diversi gradi di esposizione al ciclo economico.

È infatti fondamentale considerare, in una logica di portafoglio, l'effetto congiunto che le variazioni di due o più titoli hanno nei diversi scenari (espansione o recessione economica), ovvero che tendano essi a muoversi nello stesso senso, in modo indipendente o più auspicabilmente in senso opposto.

Per misurare questa tendenza di due o più titoli a muoversi nella medesima direzione o in direzione differente si utilizzano i concetti di *covarianza* e di *coefficiente di correlazione*.

La **covarianza** è uno strumento statistico che permette di definire una misura dell'intensità con la quale due titoli si muovono insieme in risposta a determinati eventi (ad esempio in risposta ad un aumento dei prezzi delle materie prime).

Dall'osservazione della covarianza è possibile determinare se due titoli reagiscono allo stesso modo (in gergo tecnico si dice essere "correlati positivamente") o in modo opposto (in gergo tecnico "correlati negativamente"), ma non si può comprendere l'effettiva intensità di tale reazione.

È a questo punto che si introducono i concetti di correlazione e di coefficiente di correlazione. La **correlazione** identifica la tendenza di due strumenti finanziari a muoversi nella stessa direzione o meno, e viene misurata attraverso il **coefficiente di correlazione**.

Il coefficiente di correlazione tra due titoli alfa (α) e beta (β), identificato con la lettera greca ρ (rho), assume solo valori compresi tra -1 e +1, dove:

- $\rho_{\alpha\beta} = +1$ indica una correlazione positiva perfetta tra i due titoli, e dunque si muovono sistematicamente con medesima intensità e direzione;
- $\rho_{\alpha\beta} > 0$ indica che i due titoli si muovono in media nella medesima direzione;
- $\rho_{\alpha\beta} \approx 0$ indica che i due titoli si muovono indipendentemente l'uno dall'altro;
- $\rho_{\alpha\beta} < 0$ indica che i due titoli si muovono in media in direzioni opposte;
- $\rho_{\alpha\beta} = -1$ indica una correlazione inversa totale, e dunque i due titoli si muovono sistematicamente in direzione opposta e con la medesima intensità⁸;

Il fatto che un insieme di titoli diversi per natura, rischio e rendimento registrino insieme una performance più alta e una rischiosità più contenuta rispetto ai singoli investimenti è dovuto al cosiddetto **effetto diversificazione**.

In economia finanziaria, *l'effetto diversificazione di un portafoglio di titoli* consiste in una riduzione della rischiosità del portafoglio dovuta alla presenza di più strumenti finanziari, i cui rendimenti non sono perfettamente correlati.

⁸ Gallico G., *Rischio e diversificazione: la Risk Parity Strategy come alternativa nell'asset allocation*, CLUB, Brescia, 2018

In altre parole, per evitare che l'intero portafoglio evidenzi performance deludenti a causa di un singolo investimento andato male o comunque molto al di sotto delle aspettative, l'investitore può e deve decidere di costruirlo distribuendo risorse e margini di incertezza su un ampio ventaglio di strumenti finanziari, riducendo così di pari passo anche il rischio di concentrare le eventuali perdite su un unico strumento.

Possono risultare utili i seguenti esempi: si supponga che un mercato sia composto da sole quattro società dalla forte vocazione stagionale:

- Società A produce creme solari;
- Società B produce costumi da bagno;
- Società C produce ombrelli;
- Società D produce cappotti;

Se si dovesse investire in due titoli tra quelli emessi dalle quattro società a disposizione, converrebbe sceglierne uno tra le società A e B, così da beneficiare dei ricavi fruttati nel periodo primaverile-estivo, ed uno tra le società C e D, così da beneficiare dei ricavi fruttati nel periodo autunno-invernale.

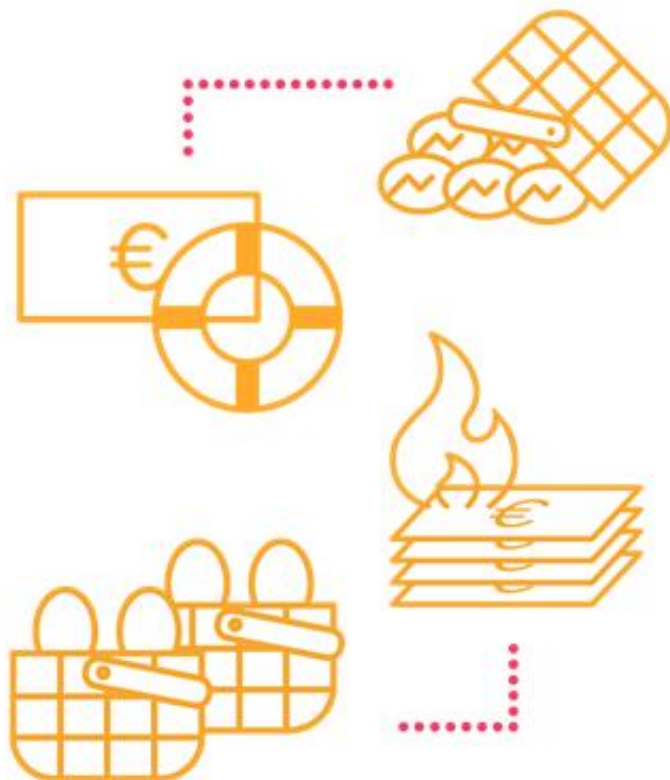
Acquistare contemporaneamente i titoli A e B oppure C e D porterebbe l'investitore ad essere troppo esposto ad un ciclo stagionale piuttosto che all'altro.

Da queste formulazioni della volatilità di portafoglio è importante sottolineare due fondamentali conseguenze:

1. La diversificazione migliora la combinazione rischio-rendimento di un portafoglio poiché aumentando il numero di titoli inseriti si ottiene una riduzione del rischio sopportato, inteso come dispersione del rendimento attorno al rendimento medio atteso.
Infatti, solo quando la correlazione è esattamente pari a +1 la volatilità di portafoglio coincide con la media ponderata dei rischi dei due titoli, in tutti gli altri casi ($-1 \leq \rho < +1$) essa risulterà inferiore alla media ponderata dei rischi e dunque l'effetto di correlazione migliora il portafoglio;
2. In una logica di costruzione di portafoglio, uno strumento finanziario con caratteristiche individuali poco interessanti, in termini ad esempio di rendimento atteso, può diventare estremamente utile se presenta correlazione inversa rispetto alla maggior parte delle attività presenti nel portafoglio⁹.

⁹Gallico G., *Rischio e diversificazione: la Risk Parity Strategy come alternativa nell'asset allocation*, CLUB, Brescia, 2018

La diversificazione del rischio



Se mettiamo tutte le uova in un paniere, corriamo il rischio che, cadendo, si rompano tutte.

Lo stesso vale per gli investimenti: concentrarli in un solo strumento ci espone ad un rischio maggiore di subire perdite elevate.

Per ridurre il rischio di rompere tutte le uova, bisogna metterle in panieri diversi.

Per diversificare il rischio, occorre non mettere tutti i nostri soldi in un unico investimento ed investire in più strumenti finanziari possibilmente poco correlati tra di loro (ossia che hanno un andamento che non va nella stessa direzione)

Figura 5: la diversificazione del rischio¹⁰

¹⁰ http://www.quellocheconta.gov.it/it/abc-quello-che-conta/7-cose-da-sapere/diversificazione_del_rischio.html

Capitolo 6. Come comporre un portafoglio finanziario: l'asset allocation

L'**asset allocation** può essere definita come il processo di suddivisione delle risorse da investire tra differenti strumenti finanziari o gruppi di strumenti finanziari (in inglese "*asset class*"), come ad esempio azioni, obbligazioni, derivati, materie prime.

L'asset allocation fornisce dunque un insieme di criteri per determinare il peso e le regole di gestione dei vari strumenti finanziari che concorrono a comporre un portafoglio finanziario.

Le *asset class* sono ampi insiemi di titoli caratterizzati da un rapporto rischio/rendimento omogeneo¹¹. Questa ripartizione prevede che ciascuna asset class reagisca diversamente alle variazioni che intervengono sul mercato, secondo il principio di diversificazione volto all'ottimizzazione del profilo rischio/rendimento. Le asset class possono avere sia natura di strumenti finanziari, come titoli di debito, titoli di credito, liquidità e strumenti derivati, sia natura di attività reali come immobili, diritti di proprietà, commodities, merci, energie.

Il primo grande contributo alla moderna teoria di selezione di portafoglio è stato fornito dall'economista e premio Nobel statunitense Harry Markowitz, e proposto nell'articolo "Portfolio Selection" pubblicato sul Journal of Finance nel 1952. La **teoria di portafoglio** si pone come obiettivo la definizione delle ottimali decisioni di investimento.

L'asset allocation si distingue in due *macrocategorie* orientate secondo diversi approcci:

- *Asset allocation strategica;*
- *Asset allocation tattica o dinamica;*

L'**Asset Allocation Strategica** si pone l'obiettivo di determinare la ripartizione del capitale da investire nelle macrocategorie di investimenti presenti sul mercato (azioni, obbligazioni, derivati, materie prime, ecc.).

L'**Asset Allocation Tattica (o dinamica)** mira invece a stabilire all'interno dell'asset allocation strategica come allocare effettivamente i capitali.

L'asset allocation tattica si compone poi di due differenti rami operativi:

- ✓ Il *Market timing*, ovvero la scelta del momento ideale per acquistare o vendere uno strumento finanziario. Viene attuato attraverso lo studio dell'analisi tecnica, un insieme di tecniche statistiche fondate su elaborazioni di serie storiche di prezzi e volumi di strumenti finanziari con il fine di determinare, in funzione della tendenza del mercato, il momento più opportuno per operarvi;
- ✓ Lo *Stock Picking (o security selection)*, ovvero la selezione effettiva dei titoli e degli strumenti finanziari più redditizi e adatti alla strategia adottata e agli obiettivi da conseguire. Necessità di uno studio attento sulle caratteristiche intrinseche del titolo attraverso l'analisi fondamentale, ovvero quell'insieme di tecniche che mirano ad individuare il fair value di un titolo attraverso l'impiego di indicatori patrimoniali, reddituali e finanziari specifici, di modelli di valutazione e attraverso l'analisi di bilanci e dati economici passati, correnti e previsionali. Il fair value viene poi confrontato con il prezzo corrente di mercato per valutare l'opportunità del singolo investimento.

¹¹ R. Bertelli, E. Linguanti, *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio*, Franco Angeli, 2008

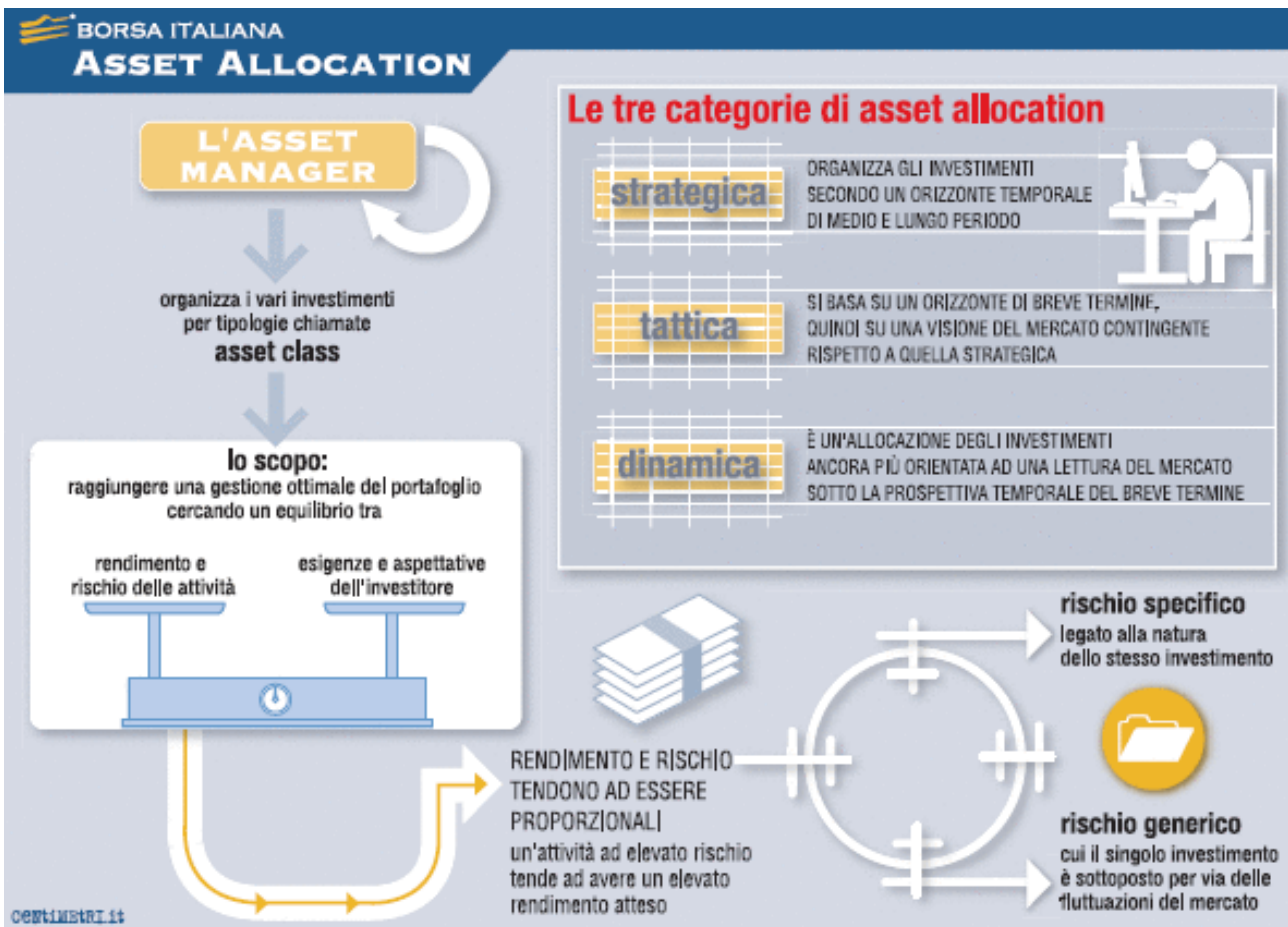


Figura 6: l'asset allocation¹²

¹² <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/assetallocation.htm>

Approfondimento. Conoscere la propria propensione al rischio: il questionario MiFiD

La MiFiD (acronimo di Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari) è una direttiva europea che disciplina alcune normative in materia di mercati di strumenti finanziari allo scopo di creare un mercato finanziario europeo il più competitivo ed integrato possibile.

L'obiettivo principale della MiFiD è quello di rendere gli investitori consapevoli dei rischi e dei benefici che l'investimento in strumenti finanziari comportano. Per far ciò la direttiva impone agli intermediari finanziari di fornire informazioni chiare e trasparenti con riferimento a:

- Costi dei servizi offerti;
- Caratteristiche degli strumenti finanziari proposti;
- Modalità di custodia dei prodotti/servizi finanziari offerti;
- Modalità di esecuzione degli ordini dei clienti;
- Caratteristiche e modalità di gestione degli eventuali conflitti di interesse che possono sorgere tra la banca ed il cliente;

Dal punto di vista operativo, a partire dal 2007 la MiFiD impone a tutti gli operatori finanziari di far compilare un questionario ai propri clienti (il *test di adeguatezza*) nel quale vengono poste domande mirate al proprio cliente per comprendere a pieno la tipologia di investimento più adatta da proporre al cliente stesso.

Tali domande riguardano:

1. Gli obiettivi dell'investimento;
2. La situazione reale del patrimoniale del cliente;
3. La conoscenza specifica e l'esperienza in prodotti finanziari del cliente;

Per quanto riguarda gli *obiettivi dell'investimento*, lo scopo delle domande è quello di far comprendere all'intermediario:

- L'orizzonte temporale del cliente, ovvero per quanto tempo intende conservare un determinato investimento;
- La propensione al rischio (se il cliente intende evitare qualsiasi perdita e se accetta un livello di rischio più elevato);
- La motivazione che spinge il cliente ad investire (se l'investimento è volto al rendimento e alla ricerca di un profitto oppure al mantenimento del proprio capitale);

Per quanto riguarda la *situazione reale del patrimoniale del cliente*, lo scopo delle domande è quello di far comprendere all'intermediario:

- Il reddito annuo netto del cliente;
- La sua fonte primaria di reddito;
- Il patrimonio posseduto dal cliente;
- La presenza di debiti o impegni finanziari di altro genere e la loro durata;

Per quanto riguarda la *conoscenza specifica e l'esperienza in prodotti finanziari del cliente*, lo scopo delle domande è quello di far comprendere all'intermediario:

- La conoscenza e l'esperienza maturata in campo finanziario dal cliente;
- Quali sono i servizi e i prodotti con il quale il cliente ha dimestichezza;
- La natura degli investimenti, il loro volume e la frequenza delle operazioni effettuate in passato;
- Il livello di istruzione e la professione del cliente;

A.1. ETÀ DEL CLIENTE

Meno di 30 anni

Da 31 anni a 40 anni Da 41 anni a 50 anni Oltre 50 anni

Società/ente/associazione con meno di 5 anni di attività Società/ente/associazione con più di 5 anni di attività Non risponde

A.2. PROFESSIONE

Lavoratore autonomo/libero professionista

Lavoratore dipendente/subordinato con contratto a tempo indeterminato

Occupato con tempo determinato/a progetto

Pensionato

Non occupato

Quadro direttivo/dirigente Studente Artigiano/Commerciante/Imprenditore Società/ente/associazione

Non risponde

A.3. LIVELLO DI ISTRUZIONE

Nessun titolo di studio

Licenza elementare

Licenza media

Diploma scuola superiore Laurea Società/ente/associazione Non risponde

B.1. E' AGGIORNATO SULL'ANDAMENTO DEI MERCATI FINANZIARI?

No

Mi aggiorno regolarmente una volta al mese

Mi aggiorno regolarmente una volta alla settimana

Mi aggiorno regolarmente ogni giorno

Non risponde

B.2. CON QUALE FREQUENZA OPERA SUL DOSSIER TITOLI?

Almeno settimanale

Almeno mensile Almeno trimestrale Altro

Non risponde

B.3. IN CHE TIPOLOGIA DI PRODOTTI FINANZIARI INVESTE/HA INVESTITO?

Nessuna

Strumenti del Mercato Monetario

Strumenti del Mercato Monetario / Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse

Strumenti del Mercato Monetario / Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse / Fondi comuni di investimento o Sicav

conformi alla normativa europea

Strumenti del Mercato Monetario / Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse / Fondi comuni di investimento o Sicav

conformi alla normativa europea / Azioni / Prodotti finanziari assicurativi

Anche altri fondi comuni di investimento o Sicav non conformi alla normativa europea / Obbligazioni strutturate

complesse / Derivati

Non risponde

B.4. QUALI TIPOLOGIE DI SERVIZI FINANZIARI CONOSCE?

Nessuna

Compravendita

Collocamento e compravendita

Collocamento, compravendita e gestione portafogli

Non risponde

B.5. QUALI TIPOLOGIE DI PRODOTTI FINANZIARI CONOSCE?

Strumenti del Mercato Monetario

Strumenti del Mercato Monetario / Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse

Strumenti del Mercato Monetario / Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse / Fondi comuni di investimento o Sicav

conformi alla normativa europea

Strumenti del Mercato Monetario / Obbligazioni non strutturate o strutturate non complesse / Fondi comuni di investimento o Sicav

conformi alla normativa europea / Azioni / Prodotti finanziari assicurativi

Anche altri fondi comuni di investimento o Sicav non conformi alla normativa europea / Obbligazioni strutturate complesse / Derivati

Non risponde

C.1. QUAL E' LA SUA FONTE DI REDDITO?

Solo reddito da lavoro/pensione

Reddito da lavoro/pensione e da immobili

Solo da immobili Altro Società/ente/associazione Non risponde

C.2. QUAL E' LA SUA CAPACITA' REDDITUALE ANNUA NETTA?

Meno di 20.000 Euro

20.000 Euro - 40.000 Euro

40.000 Euro - 70.000 Euro

Oltre 70.000 Euro

Società/ente/associazione con disponibilità liquide inferiori a 150.000 Eur Società/ente/associazione con disponibilità liquide

superiori a 150.000 Eur Non risponde

C.3. QUAL E' LA SUA CONSISTENZA PATRIMONIALE IN TERMINI DI PRODOTTI FINANZIARI, IMMOBILI E LIQUIDITA'?

Inferiore a 200.000 Euro

200.000 Euro - 500.000 Euro

500.000 Euro - 1.000.000 Euro

1.000.000 Euro - 3.000.000 Euro

Oltre 3.000.000 Euro

Non risponde

C.4. IN TERMINI PERCENTUALI, QUANTO RIESCE A RISPARMIARE DEL SUO REDDITO ANNUO NETTO?

Nulla

Meno del 10%

Tra il 10% e il 30%

Oltre il 30%

Società/ente/associazione

Non risponde

C.5. QUALE PERCENTUALE DEI SUOI RISPARMI INVESTE IN PRODOTTI FINANZIARI?

Più del 30%

Dal 10% al 30% Meno del 10% Nulla

Non risponde

C.6. A QUANTO AMMONTANO I SUOI INVESTIMENTI IN BENI IMMOBILI?

Nulla

Casa di proprietà

Casa di proprietà e seconda casa

Altro

Immobili inerenti la società/ente/associazione

Non risponde

C.7. A QUANTO AMMONTANO I SUOI DEBITI A MEDIO-LUNGO TERMINE (OLTRE 3 ANNI)?

< 30.000 Euro

30.000 Euro < impegni < 50.000 Euro

50.000 Euro < impegni < 80.000 Euro Impegni > 80.000 Euro Società/ente/associazione

Non risponde

D.1. QUAL E' L'OBIETTIVO DEI SUOI INVESTIMENTI?

Conservazione del patrimonio

Proteggere nel tempo il capitale investito e ricevere flussi di cassa periodici (cedole, dividendi, ...) accettando rischi contenuti

Crescita del capitale nel medio-lungo periodo, pur accettando il rischio di oscillazioni di valore nel breve periodo

Crescita significativa del capitale nel medio-lungo periodo, sopportando anche forti oscillazioni di valore

Non risponde

D.2. QUAL E' IL PERIODO DI TEMPO PER IL QUALE DESIDERA CONSERVARE L'INVESTIMENTO?

Meno di un anno

Tra un anno e tre anni

Tra tre anni e cinque anni

Più di cinque anni

Non risponde

D.3. QUAL E' LA SUA REAZIONE AI MOVIMENTI NEGATIVI DI MERCATO?

Disinvesto immediatamente perché non sono disposto ad accettare ulteriori perdite

Mantengo l'investimento in attesa che recuperi valore

Attendo un guadagno di valore rispetto all'investimento

Aumento il mio investimento per acquistare quotazioni più favorevoli

Non risponde

Figura 7: Esempio di questionario MiFID¹³

¹³ <https://www.meteofinanza.com/questionario-mifid-obbligatorio-cose-cosa-serve-esempio-compilazione/>

Bibliografia

Banfi A., *I mercati e gli strumenti finanziari*, ISEDI, Torino, 2020

Bertelli R., Linguanti E., *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio*, Franco Angeli, 2008

Elton E. J., Gruber M. J., Brown S. J., Goetzmann W. N., *Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti*, Apogeo, Milano, 2007

Fabrizi P.L., *L'economia del mercato mobiliare*, Egea, Milano, 2016

Gallico G., *Rischio e diversificazione: la Risk Parity Strategy come alternativa nell'asset allocation*, CLUB, Brescia, 2018