

PREMESSA

Un tempo la situazione del mercato finanziario italiano, totalmente dominata dai titoli di stato, non favoriva la domanda di prodotti alternativi e con essa la creazione di un nuovo mercato. Si aggiunga poi che le esigenze pensionistiche erano soddisfatte completamente dallo Stato e la persona non avvertiva la necessità di accumulare un capitale che gli garantisse la serenità economica al termine dell'esperienza lavorativa. La situazione è mutata radicalmente negli ultimi anni: il rendimento dei titoli di stato è bruscamente sceso, i sistemi pensionistici (in Italia ed altrove) sono andati in crisi. In questo contesto ha incominciato ad affermarsi un'offerta di prodotti di risparmio gestito (fondi comuni di investimento e Sicav, gestioni patrimoniali individuali, unit linked, polizze vita) destinata a soddisfare le necessità finanziarie e previdenziali delle famiglie, che ha ben presto assunto le dimensioni di un vero e proprio boom. Un successo - quello del risparmio gestito – cui hanno contribuito in modo determinante gli sportelli bancari e soprattutto i promotori finanziari, con un'opera senza precedenti di costante sensibilizzazione e informazione diretta alla clientela che si avvale della massiccia diffusione delle nuove tecnologie.

La pianificazione finanziaria è uno strumento che consente alle famiglie, date le risorse finanziarie a disposizione, di realizzare nella maniera più efficiente possibile i propri obiettivi vitali. Il consulente ha il compito di supportare il cliente nella traduzione dei proprie obiettivi vitali in un piano di investimenti efficiente e di coperture assicurative e demografiche efficaci allo scopo. Ma quali sono le domande corrette da porre? E come è possibile tradurre gli obiettivi in una proposta di financial planning realmente personalizzata ed efficiente? A queste domande la cultura della consulenza in Italia troppo spesso dà risposte insufficienti, con il rischio di rendere il rapporto con il cliente ambiguo e conflittuale.

La rivoluzione della information and communication technology, la globalizzazione dei mercati, il trading online e la multicanalità dell'offerta sono fenomeni che impattano fortemente sui contenuti del ruolo consulenziale.

Il consulente deve essere in grado di rispondere in maniera consapevole e razionale a una serie di domande d'importanza strategica per una soddisfacente relazione con il proprio cliente: gli investimenti del cliente sono diversificati coerentemente con la sua situazione economico-finanziaria attuale e le sue esigenze future? Qual è la “personalità” finanziaria del cliente? Quale grado di oscillazione del valore degli investimenti è disposto a sopportare? Quale rapporto tra perdita massima e rendimento atteso degli investimenti è orientato ad accettare?

E' possibile verificare l'efficienza di strategie di investimento alternative? Qual è la migliore composizione dei mercati che è coerente con le esigenze del cliente? L'evoluzione dei mercati finanziari ha determinato un nuovo scenario anche dal punto di vista operativo, più complesso e articolato sia per gli intermediari sia per gli investitori finali.

Il fenomeno che senza alcun dubbio ha caratterizzato l'ultimo decennio è la globalizzazione dei mercati, assurti ad unico grande contenitore al quale il risparmiatore può accedere, investendo con grande facilità su tutte le piazze mondiali tramite i fondi comuni di investimento o le Sicav, oppure direttamente nelle principali borse valori con il trading online.

Di fatto è una rivoluzione copernicana, che ha portato l'investitore finale a disporre di un grosso potenziale d'investimento a bassa intermediazione, e che quindi ha messo in crisi i presupposti di quella rendita di posizione su cui gli istituti di credito e gli altri intermediari avevano potuto contare fino a tutti gli anni Ottanta.

PIANIFICAZIONE DELLA FINANZA PERSONALE

CICLO DI VITA, ESIGENZE E RISCHI FINANZIARI E DEMOGRAFICI

La pianificazione finanziaria si riferisce all'insieme di obiettivi, preferenze e vincoli dell'investitore. Ricerche statunitensi hanno dimostrato che, quando si registra un fallimento nel cogliere le migliori opportunità, gran parte di questo fallimento è imputabile a una carenza di pianificazione finanziaria.

Per evidenziare l'importanza della definizione operativa della pianificazione finanziaria basta considerarla nei termini metaforici di un piano di navigazione.

Il navigatore che deve pianificare un viaggio sa bene che è assolutamente necessario individuare, con sufficiente precisione, la posizione attuale e la meta.

In altre parole, la definizione delle esigenze di investimento consente di soddisfare, mediante la gestione delle risorse finanziarie, le esigenze vitali dell'investitore.

Tutto ciò è coerente con la definizione classica dell'investimento. Infatti, per la famiglia, l'investimento rappresenta sostanzialmente un consumo differito nel tempo, anche oltre la propria vita (nel caso si accumuli ricchezza per gli eredi). Ogni individuo è caratterizzato da un certo grado di propensione al "consumo presente" rispetto al "consumo futuro" e, a parità di condizioni, il consumo corrente è preferito a quello futuro.

Un incentivo al differimento del consumo corrente è costituito dall'incremento reale della ricchezza futura, che si ottiene principalmente in due modalità:

- a) prestando le risorse finanziarie e ricevendone un compenso (titoli del debito o obbligazioni) e
- b) partecipando ad attività economicamente produttive (strumenti del capitale di rischio o azioni).

IL CICLO DI VITA ECONOMICO E LE STRATEGIE DI SOLUZIONE

Gli approcci ai temi della vita umana dal punto di vista economico possono essere molteplici. Tra i criteri di riferimento più comuni vi è quello del tempo, dal quale è possibile dedurre necessità, soluzioni ecc. Alcuni economisti hanno usato a proposito il concetto estremamente intuitivo di “ciclo di vita”. Il ciclo di vita di un essere umano è definibile in termini di bisogni materiali, di bisogni psicologici e di bisogni economici.

Nelle prime ed ultime fasi della vita di un individuo i consumi eccedono i redditi e, dunque, i surplus della fase centrale devono essere utilizzati per garantire una stabilità economica.

Tra gli esiti – all'origine di una vasta letteratura – si annoverano i modelli di Financial planning che comprendono sia pianificazioni libere da obiettivi specifici, sia modelli più legati a obiettivi di investimento specifici, sia modelli più legati a obiettivi di investimento specifici, dotati di una connotazione, un ammontare e un tempo. Vi sono, infine, temi specificamente previdenziali, ossia volti alla tutela o copertura di rischi.

Ciò implica da parte di ognuno di noi una mappatura e un riconoscimento dei propri obiettivi di vita all'interno di un flusso temporale che, come vedremo in seguito, governerà le scelte e le strategie di soluzione.

Mappa degli obiettivi di vita nel tempo

OBBIETTIVI / ETA'	30	40	60
Obiettivi definiti			
Costituzione scorta monetaria per pagamento transazioni			
Accumulo per acquisto prima casa			
Rimborsso debiti in essere			
Obiettivi educativi per i figli			
Sostegno economico figli (dotale)			
Disponibilità da allocare			
Accumulazione per imprevisti			
Accumulazione per il miglioramento standard di vita			
Accumulazione previdenziale			
Previdenza e tutela			
Mantenimento tenore di vita al tempo del pensionamento			
Tutela familiari e dipendenti affettivi			
Gestione dei lasciti a tutela familiari inabili			

Nel processo di pianificazione il concetto di posizione attuale corrisponde alla consapevolezza, da parte dell'investitore, delle proprie esigenze vitali espresse in termini esistenziali per la priorità (la casa al mare, l'avvenire dei figli, la sicurezza di una accettabile qualità della vita durante il pensionamento).

In altre parole, la definizione delle esigenze di investimento consente di soddisfare, mediante la gestione delle risorse finanziarie, le esigenze vitali dell'investitore.

A tale scopo si annoverano i modelli di financial planning che comprendono sia pianificazioni libere da obiettivi specifici, sia modelli più legati ed obiettivi di investimento specifici, dotati di una connotazione, un ammontare ed un tempo.

INTRODUZIONE ALLA LOGICA DELL'INVESTIMENTO

LE DIMENSIONI FONDAMENTALI DELL'INVESTIMENTO RAZIONALE

La razionalità di un investimento si basa su regole e metodi positivi (presuppone una effettiva possibilità di misurare, interpretare e valutare quanto più oggettivamente possibile la realtà dei mercati e degli investimenti).

Normalmente in Italia le dimensioni fondamentali di un investimento vengono interpretate con tempo, rischio e rendimento.

Il tempo è normalmente interpretato come una modalità di controllo del profilo rischio-rendimento dell'investimento.

Per esempio, la scelta degli investimenti a breve termine è dettata spesso non tanto dal dover disporre effettivamente del capitale ma dalla necessità di valutare e tenere sotto controllo il rischio.

Cosa significa rischio? Perdite sul capitale o possibilità di subire oscillazioni del capitale?

Ma rischio non significa anche perdita di opportunità?

Le teorie quantitative dell'efficienza possono rappresentare una rivoluzione culturale e generare incalcolabili benefici sul piano sociale e personale.

I principi quantitativi possono essere sintetizzati in quattro regole fondamentali che definiscono il “frame” della razionalità degli investimenti

- 1) investire nel mercato
- 2) investire nel mercato efficiente
- 3) investire con modalità efficienti
- 4) investire in una prospettiva temporale

LA PRIMA REGOLA FONDAMENTALE: INVESTIRE NEL MERCATO

L'alternativa fondamentale è: comprare “prodotti” o comprare “mercati”?

Quali sono i prodotti – titoli, fondi, SICAV, gestioni ecc. – che potranno generare un rendimento soddisfacente, senza peraltro rischiare troppo?

Le risposte tradizionali che possono essere date a questa domanda rischiano di deludere e frustare l'investitore, persino nel caso di un risultato positivo: non è forse vero che, per ogni scelta effettuata, esiste un'alternativa che si è dimostrata successivamente più profittevole? E poi, su quali basi individuare i migliori prodotti?

L'assunto è che i migliori prodotti sono quelli che hanno generato, ex post, i migliori rendimenti. L'investitore è inondato di graduatorie di rendimenti passati e questo sembra l'unico approccio praticabile, anche se è manifestamente inficiato dal classico avvertimento, dovuto per legge: non vi è garanzia di ottenere in futuro gli stessi risultati.

Le teorie e le metodologie quantitative possono allora venire in soccorso con una regola fondamentale: investire nel mercato è razionale ed è competitivo rispetto alla modalità tradizionale.

LA SECONDA REGOLA FONDAMENTALE: INVESTIRE NEI MERCATI EFFICIENTI

L'alternativa fondamentale è: comprare mercati promettenti o comprare mercati efficienti.

Le scelte dei mercati spesso sono effettuate secondo una visione speculativa, cercando di individuare di volta in volta quelli che rappresentano le migliori prospettiva di crescita, quelli che sono ai minimi, quelli che sono semplicemente “l'ultimo grido della moda” o quelli che stanno realizzando performance stellari.

L'efficienza del mercato

L'efficienza di un mercato è una qualità che si manifesta essenzialmente nel fatto che il prezzo dei titoli tende, dinamicamente, a coincidere con il proprio valore: ciò rappresenta, in ultima analisi, il vero e proprio antidoto alle attività fortemente speculative in quanto l'obiettivo che lo speculatore si propone è quello di realizzare extra-rendimenti dovuti proprio al disallineamento prezzo-valore.

L'investimento nei mercati efficienti è ragionevolmente sicuro

La qualità di efficienza di un mercato è una caratteristica strettamente correlata a tre differenti stati, e cioè 1) al grado della propria evoluzione, 2) al grado della forza e qualità della struttura economica produttiva sottostante e anche 3) alla condizione di maturità democratica del contesto politico e civile.

Un mercato nascente è necessariamente caratterizzato da un alto grado di inefficienza in quanto manca tipicamente delle condizioni strutturali necessarie (capitalizzazione, efficienza delle negoziazioni, numero operatori), mentre in un mercato di sistema poco evoluto sotto il profilo politico e democratico può mancare la condizione di propagazione trasparente delle informazioni e di un'efficace attività dell'organo di controllo del mercato.

Il mercato azionario USA, uno dei più efficienti del mondo, esemplifica il possesso dei requisiti per l'efficienza: mercato finanziario evoluto, leadership e forza economica di rilievo, contesto politico saldamente civile e democratico. Al polo opposto, un mercato fortemente inefficiente è caratterizzato dall'ampiezza delle oscillazioni che forse può attrarre uno speculatore ma certamente non risulta desiderabile per un investitore orientato alla sicurezza.

Dunque la sicurezza di un investimento dipende sostanzialmente dal grado di efficienza del mercato di riferimento.

Ma sicurezza di un mercato sta a significare, per l'investitore quantitativo, anche un'altra cosa: la capacità potenziale del mercato di remunerare sistematicamente e proporzionalmente il grado di rischio assunto.

L'investimento nei mercati efficienti è sistematicamente remunerativo

La remunerazione sistematica del rischio è una caratteristica tipica di un mercato in equilibrio e quindi efficiente.

Il rischio di mercato viene remunerato, per definizione, se il mercato è efficiente in quanto è coerente con il rendimento atteso dal mercato medesimo. La storia dei mercati finanziari efficienti è, difatti, caratterizzata da una relazione positiva tra rischio di mercato e rendimento realizzato: in altre parole, nei mercati efficienti si evidenzia un trend positivo di crescita che rispecchia la crescita economica sottostante; la componente speculativa è ridotta ed è contenuta in ambiti fisiologicamente normali. Al contrario, nei mercati inefficienti e quindi speculativi non vi è nessuna ragionevole aspettativa riguardo alla remunerazione del rischio in quanto, per definizione, non ha nessuna relazione con il mercato.

LA TERZA REGOLA FONDAMENTALE: INVESTIRE CON MODALITA' EFFICIENTI

“Non mettere tutte le uova nello stesso cestino”. Lo slogan poggia sulle solide basi del buon senso in quanto l’investimento in un singolo mercato o titolo comporta la concertazione dei benefici e dei rischi nella singola scelta con forti possibilità di errore o di perdita di opportunità.

In genere i risparmiatori valutano i singoli titoli e/o mercati con le migliori prospettive e si attribuiscono le percentuali dell’investimento in maniera proporzionale al grado di fiducia con cui vengono fatte le previsioni, assegnando magari piccole percentuali a mercati e/o titoli altamente rischiosi per cogliere maggiori opportunità. Ma nessuno può affermare di conoscere con

certezza l'evoluzione futura degli investimenti. Le strategie classiche di gestione basate su approcci previstivi (come, per esempio, il market timing ed il trading) generalmente falliscono nel loro intento di creare un significativo extrarendimento rispetto al mercato. Il principio della diversificazione sembra quindi consentire il superamento dell'incertezza nelle scelte di investimento.

Investire con modalità efficienti è razionale

Nel 1952 Markowitz si domandava se era possibile per gli investitori trovare un ideale bilanciamento tra rischio e rendimento, in modo da minimizzare il primo e massimizzare il secondo ed introduceva una terza dimensione: la correlazione tra i mercati.

Markowitz dimostrò che, per poter ridurre significativamente il rischio, era necessario comporre portafogli le cui singole componenti fossero correlate negativamente o, comunque, non altamente correlate, in altre parole, i singoli mercati dovevano essere caratterizzati da trend con oscillazioni tendenzialmente opposte o, comunque, diverse.

Questo principio consentì di superare l'istintiva abitudine di valutare il portafoglio in base alla semplice somma delle caratteristiche delle singole parti e di valutare il tutto in funzione del profilo rischio-rendimento che complessivamente scaturisce dall'interazione delle varie componenti.

Quando viene scelta un'auto, si valutano le prestazioni e i consumi e noni pistoni e l'albero di trasmissione, in quanto le caratteristiche dell'auto sono sostanzialmente espressione delle relazioni tra tutti i singoli pezzi! Il tutto è molto di più della singola somma delle parti.

Pertanto si può affermare che le relazioni tra i mercati all'interno di un portafoglio sono più importanti dei singoli mercati in quanto ne definiscono proprio il profilo di rischio-rendimento.

La diversificazione che non tiene conto delle relazioni tra i mercati può risultare apparente e, quindi, non portare alcun beneficio sostanziale sul versante della riduzione del rischio.

L'osservazione del **grafico 1** consente di valutare il pericolo potenziale di una diversificazione effettuata su mercati correlati positivamente ovvero con uguale tendenza. Il profilo di rischio (oscillazione del capitale) del portafoglio diversificato rimane uguale a quello dei mercati componenti mentre il rendimento risulta minore rispetto al mercato più performante .

Nel **grafico 2** la diversificazione efficiente dimostra gli effetti potenziali della correlazione negativa di due mercati che addirittura annulla la fluttuazione, e

quindi il rischio, del portafoglio. Dunque, a parità di rendimento, minor rischio.

Infine nel **grafico 3** si evidenzia che, con una composizione particolare di mercati con diversi profili di rischio-rendimento, ma sempre correlati negativamente, è possibile incrementare il rendimento a parità di rischio.

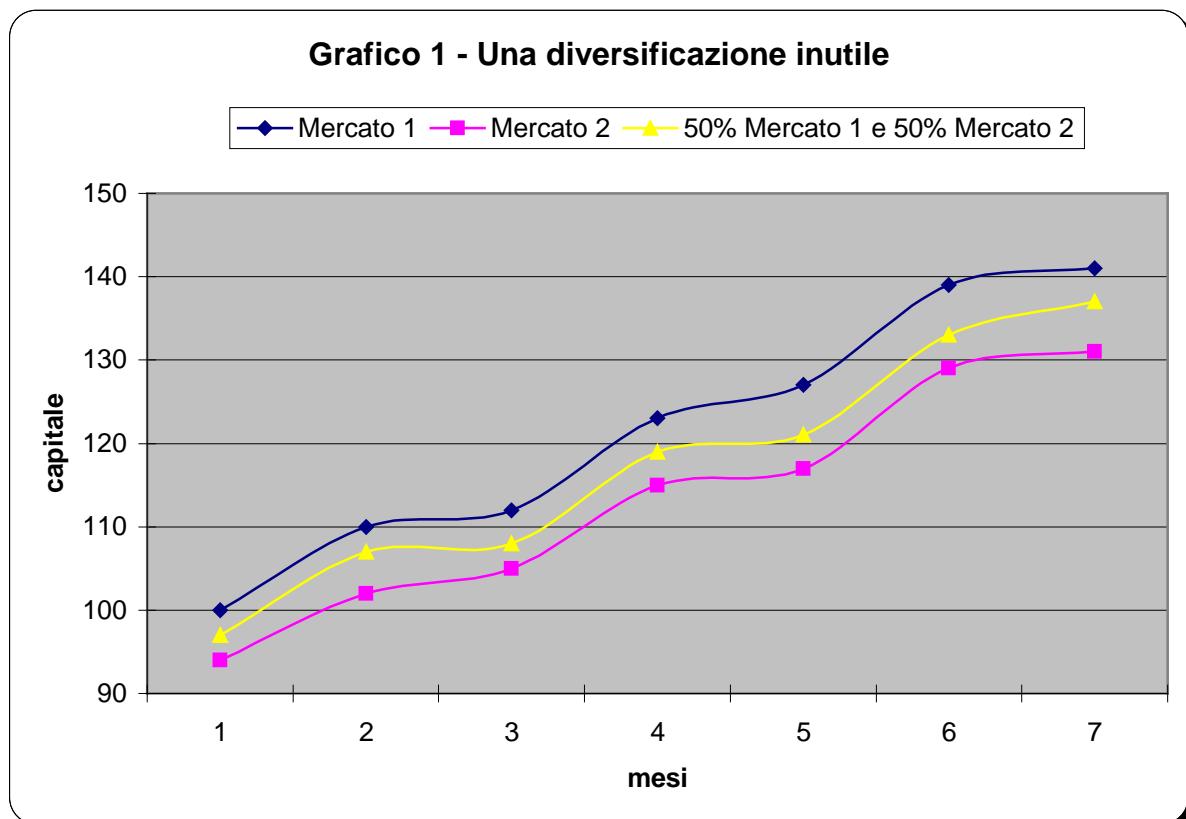


Grafico 2 - la diversificazione efficiente: ridurre il rischio a parità di rendimento

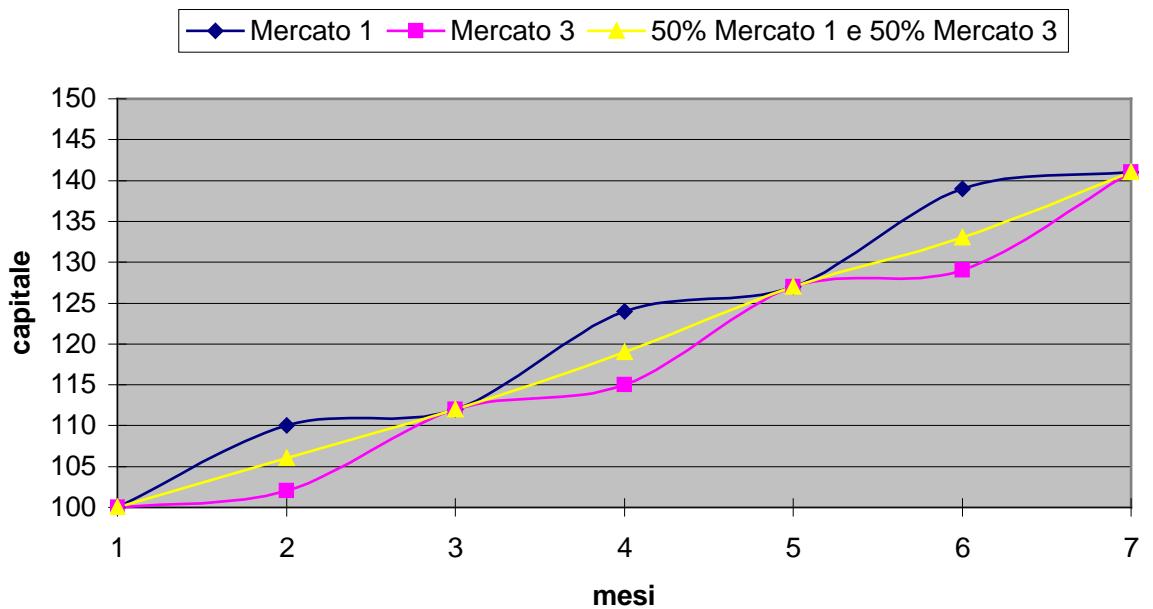
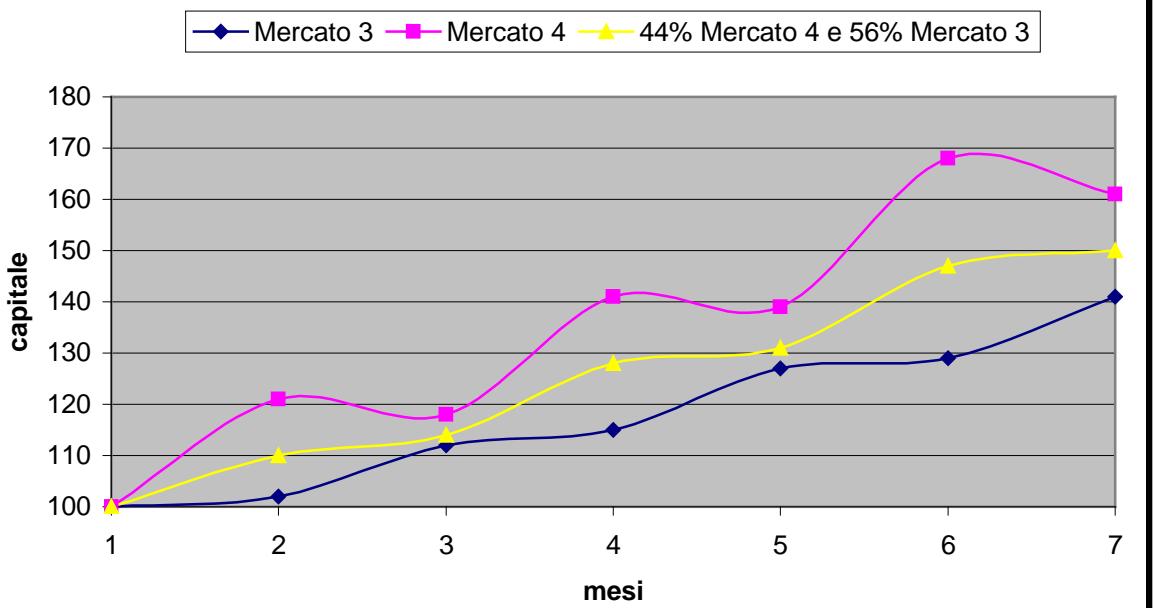


Grafico 3 - la diversificazione efficiente: incrementare il rendimento a parità di rischio



LA QUARTA REGOLA FONDAMENTALE: INVESTIRE IN UNA PROSPETTIVA TEMPORALE

L'alternativa fondamentale è: "fattore rendimento" o "fattore tempo"?

Tradizionalmente, non si attribuisce al tempo nessun reale, significativo ruolo strategico nel processo di investimento in quanto si assume che la performance totale di un investimento sia funzione diretta della sommatoria delle performance che si costruiscono "giorno per giorno", mediante le attività di trading e di market timing. In tale prospettiva quale ruolo strategico può mai avere il tempo? Nessuno, giacchè le opportunità si colgono via via che si presentano, indipendentemente dall'orizzonte temporale dell'investimento.

L'investimento quantitativo è invece totalmente centrato sul fattore tempo, in quanto la performance totale è funzione del rischio di mercati efficienti, associato a un tempo ragionevole. In altri termini, il tempo rappresenta la variabile che governa l'intero processo di investimento in quanto all'aumentare dell'orizzonte temporale corrisponde l'opportunità di aumentare il grado di rischio di mercati efficienti al fine di ottenere un rendimento maggiore, proporzionale al rischio assunto.

La visione quantitativa, che potrebbe sintetizzarsi nel motto "timing the market", è dunque opposta a quella speculativa anche e soprattutto per quanto riguarda l'interpretazione del ruolo del tempo all'interno del processo d'investimento. Più in particolare, il tempo è un fattore incrementale di sicurezza e di rendimento dell'investimento. Non solo: l'assunzione di una prospettiva temporale consente la stima, la valutazione e il controllo dell'investimento stesso.

Il tempo come fattore incrementale di sicurezza e rendimento

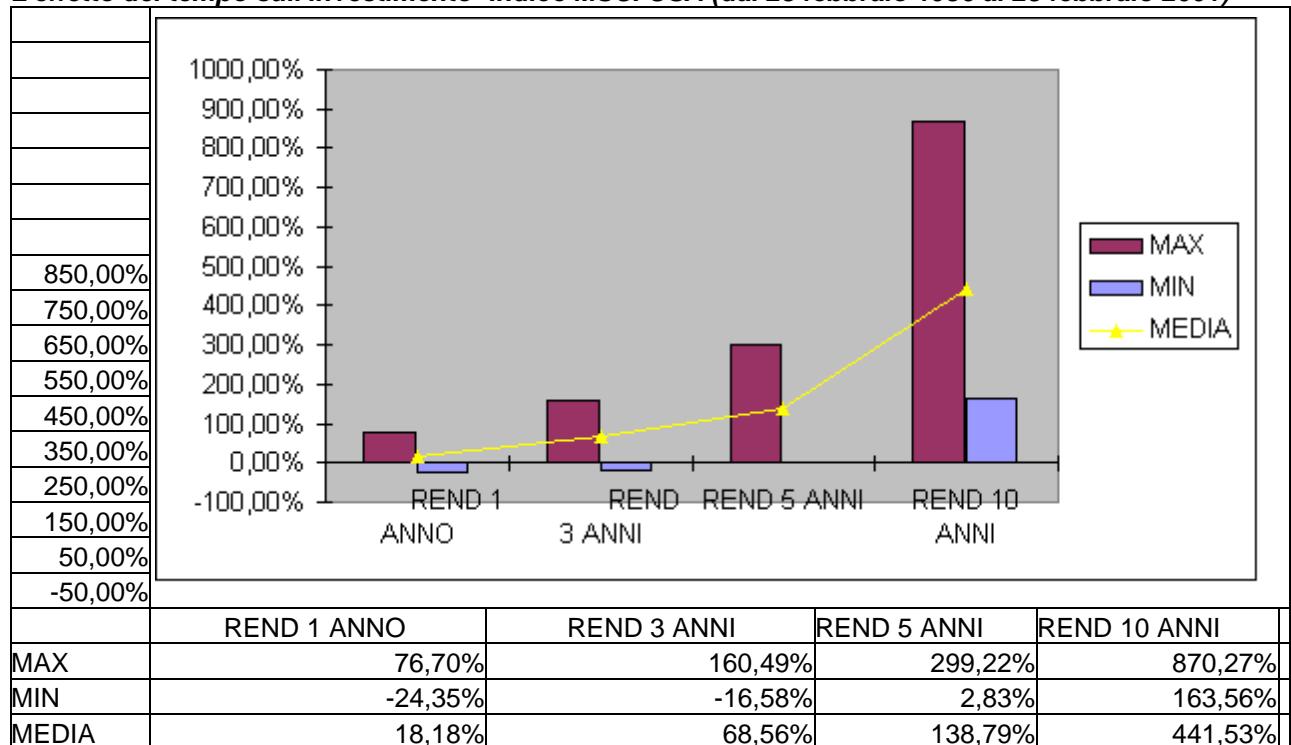
Il tempo, in genere, viene assunto come un'entità ingenerosa e tiranna.

Ma, nel caso dell'investimento quantitativo, il tempo può mostrarsi un alleato particolarmente prezioso e "servizievole", soprattutto in rapporto alle frequenti turbolenze dei mercati.

Di fronte alle pesanti e imprevedibili correzioni dei mercati azionari l'investitore sente il potente impulso di "fare qualcosa", così come gli operatori finanziari sentono la pesante responsabilità di dover ridurre al minimo le perdite. Le scelte in queste condizioni hanno grande probabilità di rivelarsi inopportune e improduttive: spesso si esce dal mercato ai minimi della sua correzione per poi rientrare, in ritardo, sull'onda del recupero. Talvolta i comportamenti possono ricordare quelli di un moscone impazzito che continua a battere sul vetro di una finestra, nel tentativo di fuggire dalla sua prigione.

Le indicazioni teoriche e metodologiche delle teorie quantitative vanno in tutt'altra direzione. Se l'investimento è stato costruito rispettando le regole (diversificare su mercati efficienti in una prospettiva temporale di respiro strategico), l'unica cosa da fare nei casi di turbativa è lasciare che il tempo gestisca per noi la situazione. Il grafico successivo consente di rendere il senso di tutto ciò meglio di mille parole.

L'effetto del tempo sull'investimento- Indice MSCI USA (dal 28 febbraio 1986 al 28 febbraio 2001)



Su un periodo di quindici anni di mercato azionario statunitense, vengono confrontati i risultati di investimento su diversi orizzonti temporali, via via crescenti: 1, 3, 5 e 10 anni. Per esempio, nel caso dei 15 investimenti annuali si sono evidenziati diversi risultati: il peggiore pari a -24,35%, il migliore pari al 76,70%, con una media del 18,18%. Se si confrontano tali risultati su una prospettiva temporale via via crescente si noterà che, allungando il periodo di investimento, i risultati diventano più sicuri e remunerativi. Per esempio, su 5 investimenti a 10 anni il peggior risultato ottenuto è stato un incremento assoluto del 163,56%, il migliore dell'870,82%, quello medio del 441,53%. Tali effetti sono raggiungibili adottando per gli investimenti una prospettiva temporale strategica che, grazie agli straordinari effetti della capitalizzazione degli interessi composti, amplia sensibilmente le potenzialità delle risorse investite.

L'OBIETTIVO DI INVESTIMENTO

DEFINIRE L'OBIETTIVO DELL' INVESTIMENTO

Nella prospettiva delle teorie quantitative dell'efficienza, l'obiettivo di investimento è il risultato che quest'ultimo deve raggiungere per essere considerato soddisfacente dall'investitore. In pratica, il grado di soddisfazione dell'investitore è misurabile in funzione della realizzazione dell'esigenza vitale, all'interno dei vincoli oggettivi e soggettivi definiti.

La descrizione precisa dell'obiettivo di investimento è indispensabile per diverse ragioni. La prima nasce dalla necessità di valutare se l'obiettivo è stato raggiunto. La ragione può sembrare banale e tuttavia, se analizziamo i criteri di valutazione che generalmente vengono adottati dall'investitore, constatiamo che non lo è affatto. Correntemente, la soddisfazione di un investimento viene valutata, *ex post*, secondo un criterio esterno all'investimento stesso: per esempio, il confronto con i risultati ottenuti da un amico, oppure le migliori performance di un altro fondo o, comunque, di un altro investimento. La cosa è abbastanza illogica e apre la strada all'insoddisfazione permanente: *ex post*, ci sarà sempre un investimento che ha meglio performato. Quindi viene necessario valutare l'investimento rispetto a un criterio interno all'investimento stesso e ai vincoli oggettivi e soggettivi dell'investitore.

La seconda ragione si riferisce al fatto che, se non è specificato chiaramente l'obiettivo, non si ha nessuna base per definire e selezionare una strategia di investimento e quindi i mercati di riferimento. Se non si ha la consapevolezza di dove si vuole andare è veramente difficile individuare i mezzi per arrivarci.

La terza ragione si riferisce alla possibilità di poter gestire razionalmente e strategicamente l'investimento, senza lasciarsi influenzare da situazioni di mercato anomale e contingenti che inevitabilmente si presentano durante il ciclo evolutivo dell'investimento stesso. Solo chi ha definito la meta di un viaggio può prendere decisioni funzionali all'arrivo. Nel corso di un viaggio in autostrada per raggiungere Roma, non avrebbe senso, incontrato un forte temporale sul tratto Bologna-Firenze, farsi prendere dall'emotività e dirigersi verso Genova, magari alla ricerca del bel tempo. La gestione razionale del viaggio consiste nel rallentare ed eventualmente, in un momento successivo, nell'accelerare per recuperare il tempo perduto.

L'interpretazione probabilistica di un obiettivo di investimento: tempo, rischio, rendimento

Un obiettivo d'investimento può essere correttamente rappresentato in un piano tridimensionale che definisce i rapporti tra le variabili fondamentali che lo descrivono: tempo, rischio e rendimento.

Il rendimento rappresenta la variabile dipendente, mentre il tempo e il rischio sono le variabili indipendenti.

Ciò sta a significare che il rendimento dipende dal rischio e dal tempo; il modello d'investimento quantitativo implica che innanzitutto è necessario fissare un orizzonte temporale e, in secondo luogo, associare un rischio adeguato e coerente. A questo punto il modello punterà alla massima prospettiva di rendimento ottenibile a quel livello di rischio e a quel tempo. Le tre variabili sono legate da una relazione statistico-probablistica che trova il suo fondamento nelle teorie dell'efficienza dei mercati e che consente, su basi quantitative, la definizione operativa di un obiettivo di investimento.

La prima dimensione: il tempo

Il tempo rappresenta la variabile strategica nella definizione di un obiettivo di investimento. L'unità di base è rappresentata dal mese, per cui la definizione dell'arco temporale dell'obiettivo di investimento è espressa, per esempio, in 36, 60 o 120 mesi. La scelta del mese come unità di misura ha profonde implicazioni metodologiche relative all'applicazione dello strumento statistico per la descrizione e l'interpretazione dei mercati d'investimento. Tale necessità, come già anticipato, discende dalla Random Walk Theory, la quale assume che un mercato di investimento può essere interpretato mediante la sua distribuzione normale dei rendimenti. Affinché si realizzi questa condizione è necessario che le performance siano tra di loro indipendenti, cioè una performance rilevata in un dato periodo non influenzi la performance del periodo successivo e così via.

L'adozione del mese come unità fondamentale di misura del tempo ha anche una serie di implicazioni psicologiche, relativamente sia all'investitore sia all'operatore. Mentre una gestione delle risorse centrata sul trading e sulle modalità speculative comporta l'aggiornamento dello "stato dell'investimento" ogni secondo, l'investimento quantitativo ha tempi di aggiornamento molto più "rilassanti".

Definita l'unità di misura, ci si può soffermare sul significato strategico del tempo per restituire a questa variabile il ruolo che, spesso, è violato per necessità del tutto estranee alla definizione corretta di un programma di investimento.

Infatti, il tempo può essere erroneamente interpretato come una modalità di controllo del profilo del rischio dell'investimento. Per esempio, la scelta degli

investimenti a breve termine è dettata spesso non tanto dal dover disporre effettivamente del capitale ma dalla necessità di poter valutare e tenere sotto controllo il rischio. Questa visione però comporta una perdita di opportunità che può assumere dimensioni rilevanti.

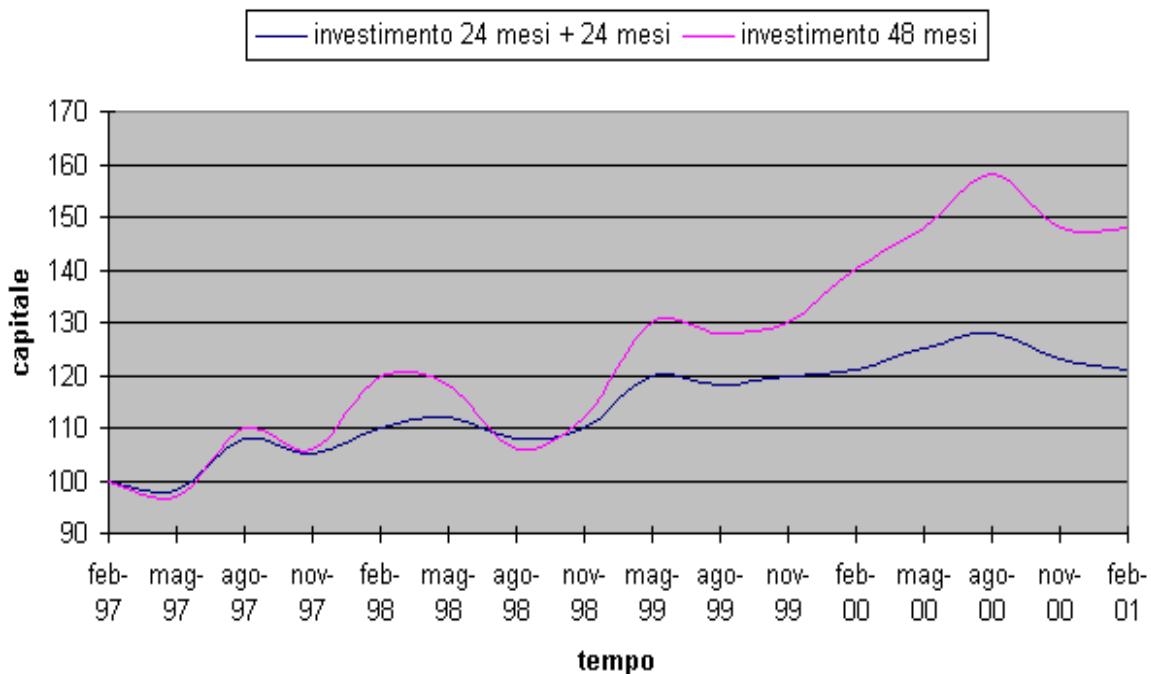
Nel modello quantitativo, all'aumentare dell'orizzonte temporale corrisponde l'opportunità di assumere un grado di rischio maggiore (oscillazione del valore degli investimenti) per conseguire un premio di rischio proporzionato.

Per tale motivo un'accorta definizione del tempo permette di esaltare le potenzialità di rendimento: il "rinnovo" di investimenti efficienti centrati su un determinato periodo temporale risulta generalmente meno remunerativo di quello centrato sull'intero arco temporale. Per rendere più concreto il discorso è possibile, per esempio, confrontare due diverse strategie d'investimento, su un periodo complessivo di 48 mesi (febbraio 1997-febbraio 2001).

La prima strategia consiste nell'identificare un investimento efficiente a 24 mesi (febbraio 1997-febbraio 1999) per poi rinnovarlo in un investimento efficiente di altri 24 mesi (marzo 1999-febbraio 2001).

La seconda strategia d'investimento consiste nella definizione di un investimento efficiente a 48 mesi, pari all'intero periodo. L'osservazione del grafico consente di cogliere appieno il profittevole ruolo del tempo nel processo di investimento. La strategia a 48 mesi risulta più remunerativa in quanto è associata a un grado di rischio di mercato maggiore (**Grafico 4**).

Grafico 4 - Confronto strategie: la relazione tra tempo, rischio e rendimento



La seconda dimensione: il rischio

Il rischio rappresenta una dimensione fondamentale dell'investimento e quindi un elemento di valutazione centrale per la scelta dell'investimento stesso.

Nella cultura dell'investimento ancora prevalente il concetto di "rischio" evoca immagini catastrofiche per cui, in assenza di un'alternativa che qualifichi il rischio come elemento positivo dell'investimento, è del tutto comprensibile il tentativo di eluderlo.

Le teorie quantitative invece recuperano il senso utile e costruttivo del rischio, innanzi tutto distinguendo due tipologie: rischio sistematico e rischio non sistematico.

Il rischio "sistematico", ovvero il rischio dei mercati efficienti, risulta essere sistematicamente e proporzionalmente remunerato dal rendimento (premio di rischio).

E' la faccia "buona" del rischio in quanto rappresenta il carburante per raggiungere l'obiettivo di investimento in maniera efficiente.

Tale componente di rischio viene effettivamente remunerata, per definizione, se il mercato è efficiente, in quanto è coerente con il rendimento atteso dal mercato medesimo.

Il rischio "non sistematico" non è controllabile con lo strumento statistico e quindi può produrre impatti fortuiti, talvolta molto spiacevoli.

E' comprensibile che ciò che non si conosce susciti timore. Ma una volta che l'ignoto ha cessato di essere tale si domina il fenomeno con razionalità e consapevolezza.

L'ignoto nel campo degli investimenti può essere rappresentato dal concetto di "incertezza", una situazione in cui non è possibile individuare i possibili stati che può assumere l'investimento.

Di contro, il rischio di un investimento efficiente può essere rappresentato da variabili numeriche e oggettive che consentono da una parte di controllare la massima esposizione sopportabile e dall'altro di valutare se la ricompensa (rendimento) è sufficiente a ripagare la sua assunzione.

La variabile dipendente: il rendimento

Nel modello quantitativo il rendimento non si può qualificare “in sé” (così come invece accade per il tempo e per il rischio di oscillazione) in quanto rappresenta la variabile dipendente, i cui valori è possibile definire solo in funzione del tempo e del rischio di mercato associato a quest’ultimo.

Convenzionalmente vi sono diverse modalità per esprimere il rendimento. Una di queste consiste nel valutare il rendimento in termini relativi, calcolando la probabilità di ottenere un capitale superiore rispetto a un mercato assunto come riferimento.

L’altra modalità, maggiormente auto-esplicativa, consiste nel valutare il rendimento in termini assoluti, individuando il valore atteso dell’investimento o il suo valore a un dato livello di probabilità espresso dall’investitore, che rappresenta un target minimo di rendimento accettabile.

Dunque l’investitore può esprimere il proprio target di rendimento in funzione del rendimento atteso di un preciso mercato. Supponendo di scegliere il mercato obbligazionario euro come riferimento, è possibile massimizzare e stimare la probabilità oggettiva che un investimento possa realizzare un risultato migliore di quello atteso dal mercato medesimo.

In pratica il rendimento definito in termini relativi rappresenta il complementare di quello che viene chiamato *shortfall risk*, che, appunto, esprime la probabilità di realizzare risultati peggiori di un determinato target.

Per rendere più chiaro il concetto basterà analizzare i **grafici 5 e 6**, relativi al mercato obbligazionario globale e al mercato azionario internazionale, che riportano gli andamenti, in funzione del tempo, delle probabilità di realizzare risultati superiori a quelli attesi del mercato assunto come riferimento.

L’investimento nel mercato obbligazionario globale rispetto a quello europeo non sembra profittevole almeno sino al dodicesimo mese (un valore attorno al 50% di probabilità segnala l’indifferenza della scelta). Successivamente, la probabilità si incrementa di una quantità quasi trascurabile (a 60 mesi non arriva al 60%). Diverso, e più profittevole, è l’andamento del mercato azionario internazionale che evidenzia, in ogni tempo considerato, una probabilità di successo maggiore e sempre crescente.

Gli algoritmi di ottimizzazione dovranno quindi individuare quella struttura di mercati che massimizzerà, al tempo e con i vincoli definiti dall’investitore, la probabilità di realizzare un risultato migliore rispetto al mercato assunto come riferimento.

Grafico n. 5 mercato obbligazionario mondiale: probabilità di realizzare un risultato migliore del mercato obbl.EURO

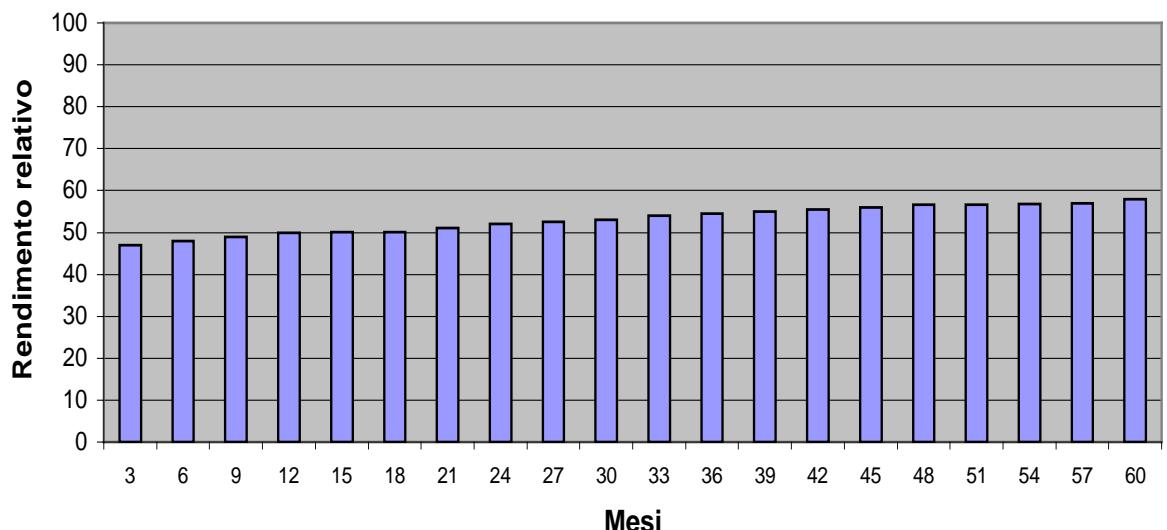
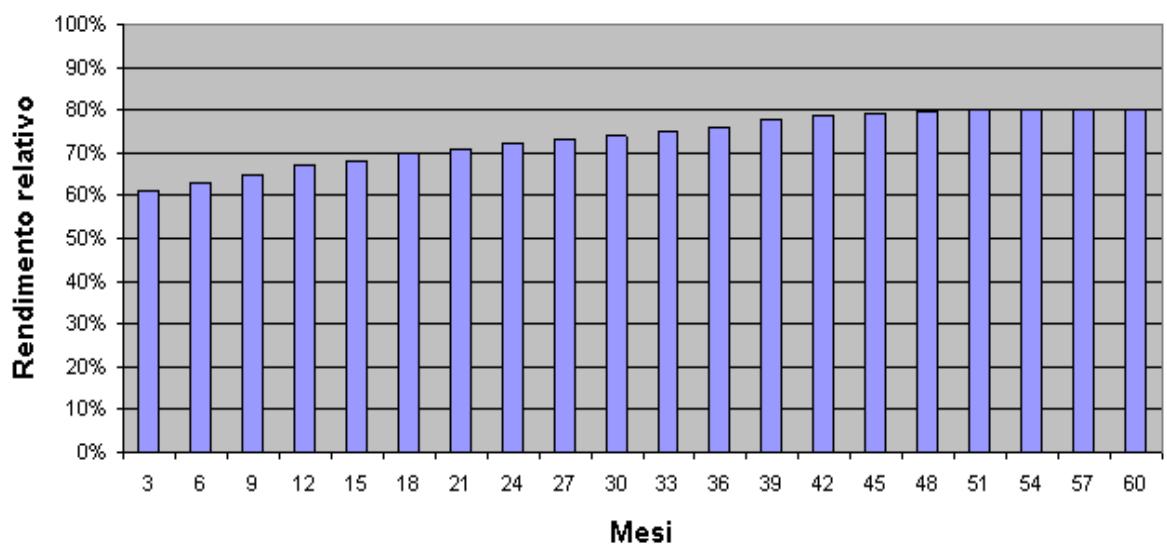


Grafico n.6 Mercato azionario int.le: probabilità di realizzare un risultato migliore del mercato obbl.EURO



Il rendimento in termini assoluti

I modelli di ottimizzazione possono massimizzare il rendimento all'interno dei parametri e dei vincoli definiti dall'investitore. Inoltre devono tenere conto dell'effetto della capitalizzazione composta: per quest'ultimo motivo il rendimento sarà espresso in termini di capitalizzazione reale al tempo considerato.

In altre parole, il rendimento assoluto può essere rappresentato da un punto in uno spazio a tre dimensioni le cui coordinate sono:

- un dato tempo espresso in mesi;
- un grado di rischio definito in termini di probabilità oggettiva;
- un capitale reale.

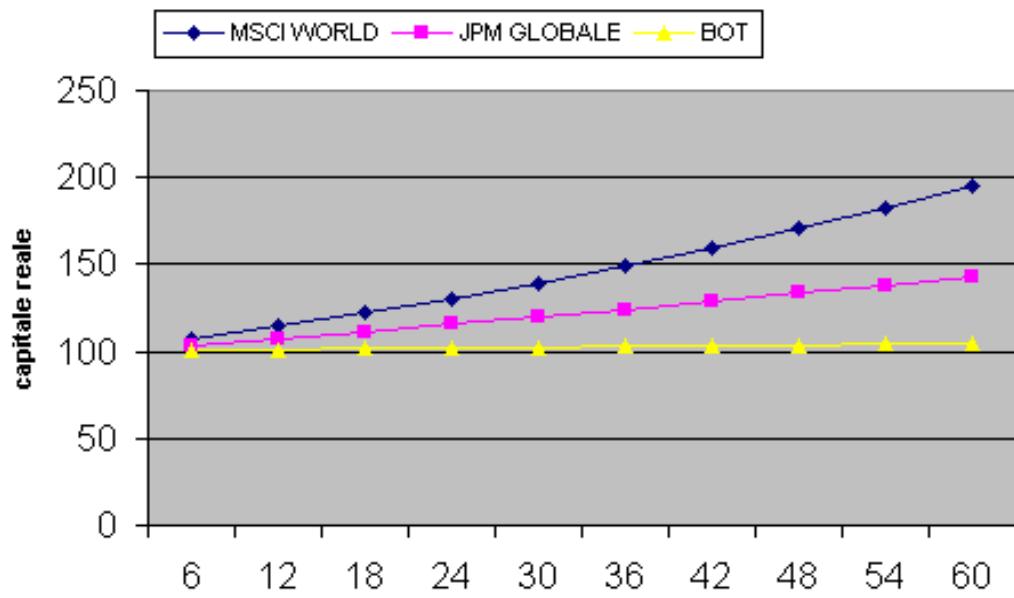
A seconda del livello di probabilità, si possono stimare diverse dimensioni del rendimento: il capitale atteso e un capitale accettabile minimo, target dell'obiettivo di investimento.

Il rendimento atteso

Il concetto di capitale atteso, a un tempo determinato e all'interno dei vincoli definiti dall'investitore, viene derivato, con opportune trasformazioni algoritmiche, dalla distribuzione normale delle performance mensili e più in particolare dalla media aritmetica di una serie storica sufficientemente rappresentativa dei mercati. Come nell'esempio della "statura media", il significato di "capitale atteso" si riferisce al quel valore che presenta la massima probabilità relativa di manifestarsi in base alle rivelazioni del momento e in assenza di modificazioni strutturali dell'ambiente economico-finanziario.

A titolo esemplificativo, nel **grafico 7** sono rappresentati gli andamenti del capitale atteso di diversi mercati di investimento. Dato che l'assunto di totale invarianza nel tempo è solo ed esclusivamente convenzionale (ci si può aspettare che sarà facilmente "violato", in più o in meno), il valore del capitale atteso costituisce solo un orientamento tendenziale, rispetto al quale sarà possibile, in seguito, monitorare ed effettuare aggiustamenti successivi. Infatti, al fine di "collimare" al meglio l'obiettivo di investimento, sarà necessario definire un target minimo di rendimento accettabile.

Grafico 7 - mercati e rendimento reale atteso al 50% di probabilità in funzione del tempo



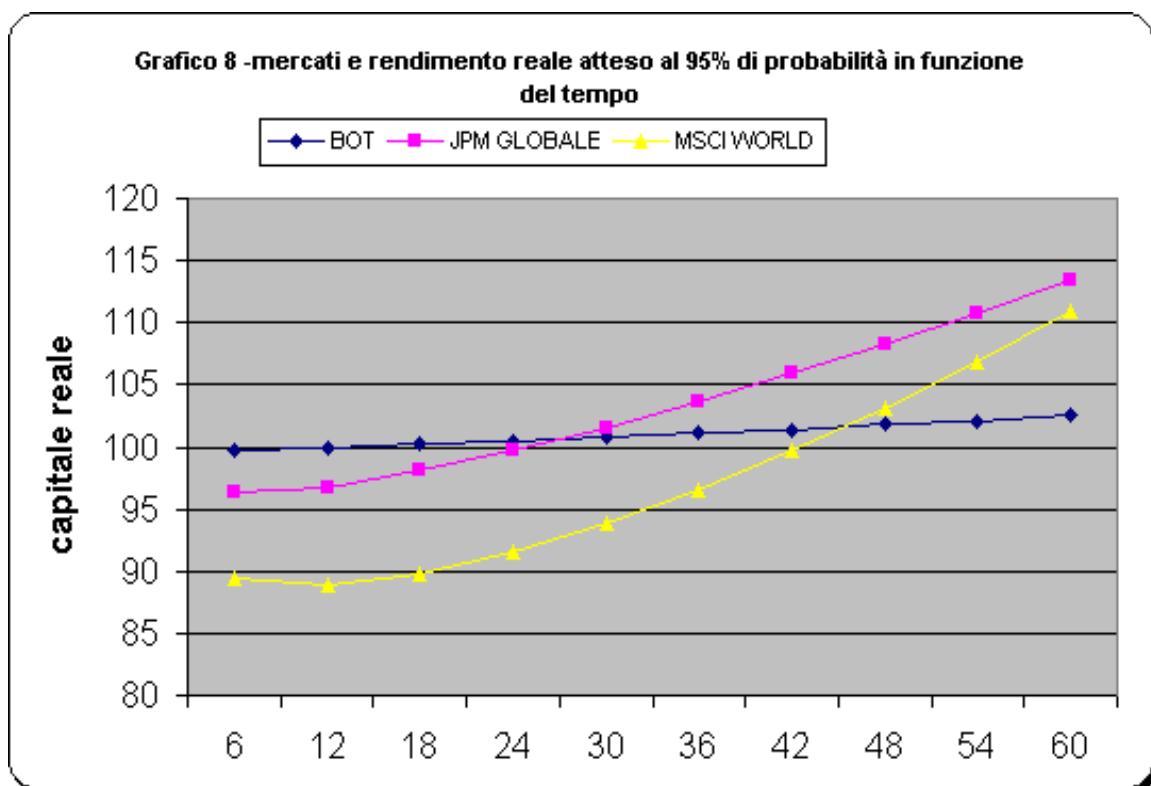
	6	12	18	24	30	36	42	48	54	60
MSCI WORLD	106,9	114,3	122,1	130,5	140	149	159	170	182	194,7
JPM GLOBALE	103,7	107,5	111,4	115,5	120	124	129	133	138	143,4
BOT	100,5	101	101,5	101,9	102	103	103	104	104	104,9

Il rendimento accettabile minimo

Il capitale accettabile minimo è identificato in relazione a un livello di probabilità oggettiva (di ottenere quel capitale o un valore superiore) e naturalmente la sicurezza di raggiungerlo è maggiore quanto maggiore è la probabilità cui è associato.

Normalmente vengono adottati due livelli di probabilità per quantificare il capitale accettabile minimo: l'84% (corrispondente a circa una deviazione standard sotto la media) e, il più "sicuro" 95% (vicino a un grado di "certezza" convenzionale scientifica).

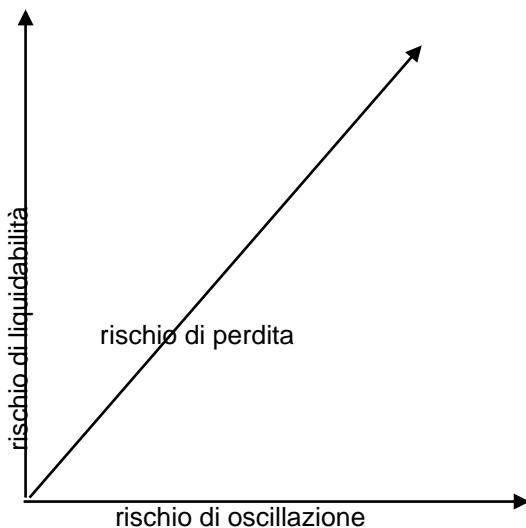
A titolo esemplificativo, nel **grafico 8** sono riportati i valori di capitale minimo di diversi mercati: naturalmente, alle medesime probabilità corrispondono valori di capitale diversi in quanto esse sono funzione delle diverse caratteristiche del profilo di rischio-rendimento



	6	12	18	24	30	36	42	48	54	60
BOT	99,7	99,9	100,2	100,5	101	101	101	102	102	102,5
JPM GLOBALE	96,3	96,8	98,1	99,7	102	104	106	108	111	113,5
MSCI WORLD	89,5	88,9	89,8	91,5	93,8	96,5	99,7	103	107	111

MISURE QUANTITATIVE DEL RISCHIO IN FUNZIONE DEL TEMPO E DEL RENDIMENTO

Il rischio può essere quantificato secondo tre diverse misure che consentono di testare il livello di sopportabilità massima dell'investitore. Naturalmente questo tipo di valutazione deve sempre essere raffrontata con la ricompensa potenziale (il rendimento) poiché un livello di rischiosità maggiore comporta tendenzialmente un incremento della ricompensa stessa. Le tre misure si riferiscono a diversi aspetti del rischio e la loro relazione può essere descritta dal grafico 9.



Il rischio di oscillazione

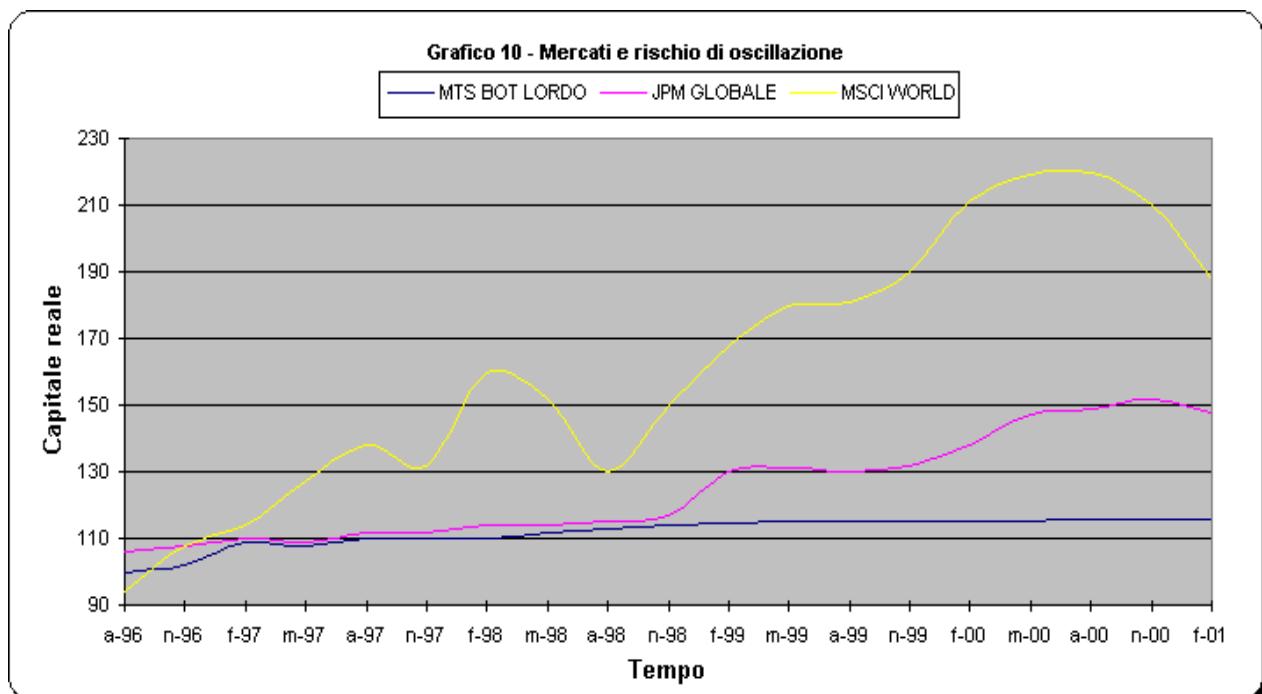
Un modo di quantificare il rischio consiste nel misurare e valutare l'oscillazione potenziale di un investimento. In realtà la valutazione può essere effettuata, in prima approssimazione, confrontando andamenti di capitalizzazione di diversi mercati.

Per esempio, dall'osservazione del **grafico 10** è possibile derivare intuitivamente il rischio di oscillazione di tre mercati assai differenti: il mercato monetario euro-italiano (l'andamento sino al gennaio 1999 è stato ricostruito tenendo conto della prospettiva euro, quindi riportando i valori di capitalizzazione dell'andamento del mercato tedesco in valuta locale), il mercato tedesco in valuta locale), il mercato obbligazionario internazionale (descritto dall'indice JP MORGAN GLOBALE) e, infine, il mercato azionario internazionale (descritto dall'indice MSCI WORLD).

La rappresentazione degli andamenti reali, cioè al netto dell'inflazione, comunica bene il concetto di trade-off rischio-rendimento (all'aumentare del rischio aumenta il rendimento) nonché il rischio di oscillazione che l'investitore deve assumersi per ottenere il trade-off. Il grafico, inoltre, consente di valutare i due principali aspetti del rischio di oscillazione: la "profondità" delle perdite sopportate durante un periodo breve (per esempio, oltre 20 su 155 milioni per quanto riguarda l'MSCI WORLD tra il luglio 1998 ed il settembre 1998) e l'ampiezza del periodo necessario a recuperare la capitalizzazione raggiunta (per esempio, di 5 mesi per quanto riguarda l'MSCI WORLD, tra il luglio 1998 ed il dicembre 1998). I confronti di queste "coordinate" possono quindi testimoniare circa il tipo di oscillazione che connota i diversi mercati avvertendo l'investitore sul potenziale della oscillazione attesa. L'analisi di più andamenti, riferibili a diversi livelli di oscillazione, può quindi permettere di effettuare una prima valutazione che può essere maggiormente affinata utilizzando un utile strumento di misura statistico: la deviazione standard.

L'impiego della deviazione standard come misura del rischio implica una modificazione di "percezione" dell'andamento dei mercati: da capitalizzazione ad andamenti di performance su base mensile.

La deviazione standard rappresenta un vero e proprio "rischiometro", nel senso che consente il confronto corretto e quantitativo tra diversi mercati. Per esempio è senz'altro corretto affermare che tendenzialmente il mercato azionario internazionale è tre volte più rischioso del mercato obbligazionario globale. E ciò può servire anche per effettuare una prima valutazione del trade-off dei due mercati, in termini di equilibrio rischio-rendimento: ad esempio il mercato azionario è tre volte più rischioso di quello obbligazionario e produce un rendimento atteso doppio rispetto a quello obbligazionario.



Il rischio di perdita

La perdita sul capitale investito sembra essere, nella percezione dell'investitore, il rischio "peggiore" e quindi quello a cui è generalmente più sensibile, tanto che nella letteratura quantitativa americana si tende a sostituire il concetto di "avversione al rischio" con quello di "avversione alla perdita".

A tale proposito diversi ricercatori hanno evidenziato che la maggior parte degli investitori tende ad evitare il rischio per realizzare guadagni mentre può invece assumerlo per evitare perdite.

Si propone ad alcuni soggetti di scegliere tra le seguenti alternative:

- a) vincere con certezza 70.000.000 o b) vincere 100.000.000 con la probabilità dell'80%.

La maggior parte dei soggetti sceglierà l'alternativa a) anche se il guadagno atteso dell'alternativa b) è maggiore ($100.000.000 \times 0,80 = 80.000.000$).

Ciò dimostra chiaramente l'avversione al rischio.

Ma se proponiamo altre due alternative: a) perdere 70.000.000 con certezza o b) perdere 100.000.000 con la probabilità dell'80%, generalmente la scelta cadrà sull'alternativa B anche se la perdita attesa è maggiore ($100.000.000 \times 0,80 = 80.000.000$)!

L'esperimento dimostra che, pur di evitare una perdita, si è pronti a correre dei rischi e questo è un elemento significativo per le scelte di investimento.

Il rischio di perdita può essere misurato mediante le probabilità oggettive di realizzare un risultato inferiore al capitale investito.

Naturalmente tale probabilità varia a seconda delle caratteristiche del mercato di investimento e varia anche con il trascorrere del tempo: infatti all'aumentare del tempo, la probabilità di perdita sul capitale si riduce in maniera più che proporzionale.

Quindi il confronto tra diverse alternative di investimento può consentire una valutazione razionale; a titolo di esempio, proponiamo nei grafici seguenti l'andamento delle probabilità di perdita rispettivamente del mercato monetario BOT-Euro, del mercato obbligazionario globale e del mercato azionario internazionale.

Le probabilità di perdita si riferiscono al capitale iniziale reale a potere di acquisto costante, quindi al netto dell'inflazione.

Questa convenzione spiega le alte probabilità di perdita sul capitale iniziale del mercato monetario, dovute all'impatto del rischio di inflazione sul rendimento reale.

Sotto questo profilo, un mercato ritenuto “sicuro” per il rischio di perdita mostra di essere molto meno desiderabile di quanto si sia portati a pensare.

Il rischio di liquidabilità

Un investimento realizzato in una prospettiva quantitativa implica la assunzione strategica di una precisa prospettiva temporale rispetto alla quale tutte le altre variabili del modello sono rese coerenti.

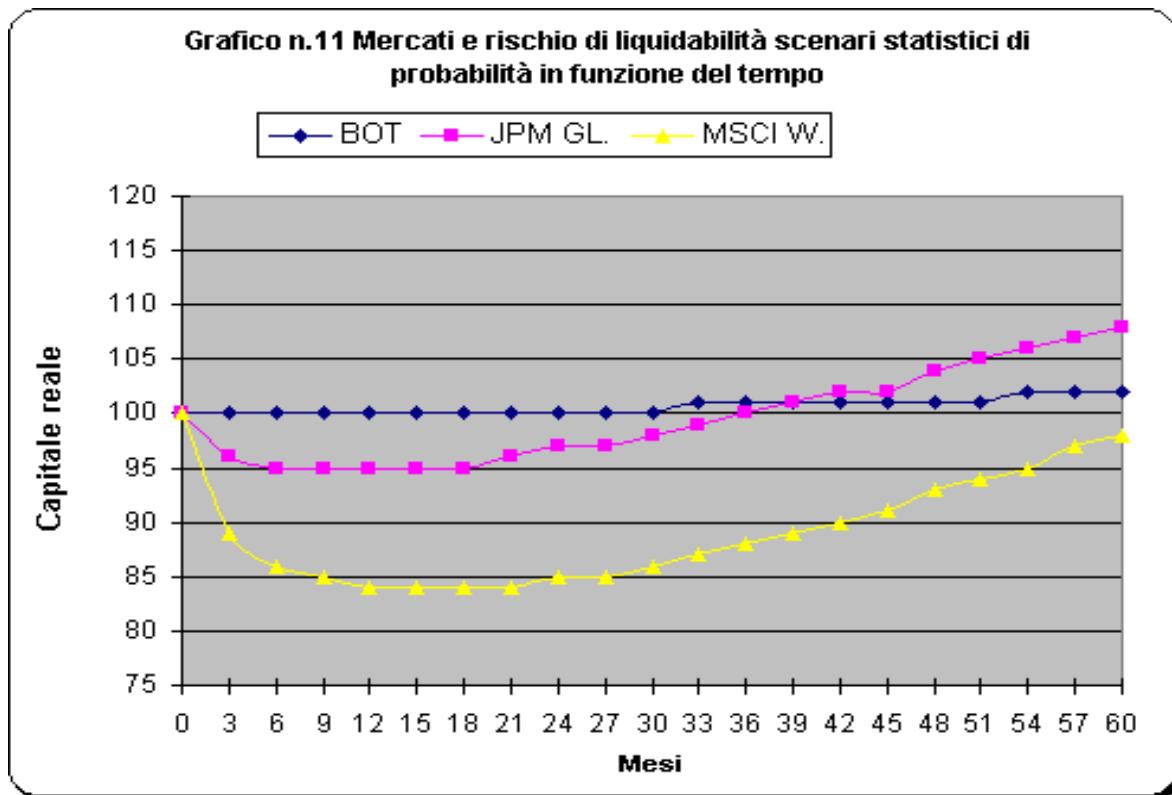
L’investimento assume quindi la forma di un “programma” e per tale ragione è necessario, nel caso in cui motivi di forza maggiore dovessero interromperlo, stimare ex-ante il rischio di uscita anticipata dall’investimento. In altre parole, il rischio di liquidabilità è relativo al “costo” che è necessario sopportare, in termini di stima di perdita sul capitale iniziale, in uno scenario di mercato fortemente pessimistico.

La Random Walk Theory consente di individuare, relativamente a ogni mercato di riferimento, lo scenario statistico-oggettivo che rappresenta la sua “peggiore” evoluzione in quanto vi sono alte probabilità (circa il 97,70%, che rappresenta una quantità convenzionale) di ottenere un valore superiore a quello stimato ovvero vi sono ridotte probabilità (2,30%) di ottenere un valore inferiore.

Più in particolare, dall’osservazione del **grafico 11** si può derivare il costo del disinvestimento in uno scenario fortemente pessimistico. Per esempio, un disinvestimento a 3 mesi potrebbe “costare”, rispetto al capitale iniziale investito (100), circa 0,4 per il BOT, circa 5,4 per il mercato obbligazionario globale e fino all’11,3 per il mercato azionario internazionale.

Naturalmente il rischio di liquidabilità si modifica in funzione del tempo secondo una particolare funzione statistica.

Dai valori riportati nel grafico risulta evidente che il mercato a maggior rischio di liquidabilità è rappresentato dall’MSCI WORLD (in pratica, non si annulla neanche dopo 60 mesi), per il mercato obbligazionario globale il rischio di liquidabilità si annulla a 36 mesi (il peggior risultato è pari al capitale iniziale investito) mentre quello del BOT si annulla a 21 mesi. La definizione e la valutazione del rischio di liquidabilità consentono quindi di stabilire un obiettivo di investimento nella consapevolezza del massimo ragionevole rischio al quale ci si può esporre durante tutta l’evoluzione del programma.



L'obiettivo di investimento in buona forma

La definizione operativa di un obiettivo, che sostanzia le esigenze di investimento, deve tener conto di tutte le variabili e di tutti i vincoli sin qui trattati e del fatto che le variabili sono interconnesse, per cui alla variazione di una corrisponde la variazione coerente dell'intero assetto.

La definizione dell'obiettivo può valersi dell'utilizzo di tools interattivi che consentano all'investitore di simulare, via via, l'impatto delle proprie scelte e dei vincoli, fino al raggiungimento del proprio punto di equilibrio. Qualsiasi obiettivo deve dunque esplicitare, quantitativamente:

- il tempo (in mesi)
- il rischio (di oscillazione, di perdita, di liquidabilità)
- il rendimento (quello atteso ed il rendimento minimo accettabile).

Solo in questo caso l'obiettivo di investimento evidenzierà le proprie qualità di base: pertinenza, comunicabilità, precisione, realizzabilità e misurabilità.

Un buon piano di investimento comincia da una qualificazione e quantificazione accorta dell'obiettivo. In mancanza di ciò, infatti, è impossibile valutare una alternativa di investimento.

IL FINANCIAL PLANNING: CRITERI PER L'ALLOCAZIONE OTTIMALE DELLE RISORSE

I PROFILI DI INVESTIMENTO

Il financial planning consiste nella individuazione di “profili di investimento” che rappresentano, in sostanza, la traduzione finanziaria degli obiettivi di vita dell’investitore.

Un profilo d’investimento è caratterizzato da una specifica quantità di risorse che si intende investire in funzione di un determinato orizzonte temporale e quindi con un particolare orientamento al rischio.

Per esempio, consideriamo il caso di un investitore 45enne che desideri costituire un capitale per il mantenimento del tenore di vita all’età del pensionamento a 65 anni (obiettivo di vita): il profilo d’investimento potrà essere caratterizzato da un ammontare di denaro finalizzato (per esempio, 200.000.000, la quantità di risorse) nella prospettiva del pensionamento (tra 20 anni) con una propensione al rischio che deve tenere conto sia dell’importanza del conseguimento dell’obiettivo, sia dell’orizzonte temporale (tipicamente, all’aumentare del tempo è possibile acquisire un maggior grado di rischio).

In realtà, un’efficace pianificazione finanziaria deve essere costruita in funzione di diversi obiettivi, collocati in diversi orizzonti temporali, mentre le disponibilità di risorse possono essere allocate rispetto alle diverse priorità e quindi con diversi orientamenti di propensione al rischio. Il processo sembra quindi davvero complesso. Per questo motivo potrà essere scomposto in due attività più semplici:

- diversificare temporalmente le risorse;
- definire gli atteggiamenti verso gli investimenti.

Il risultato finale del financial planning darà forma a una “tavola di decisione”, come quella della **Tabella** sotto rappresentata, in cui sono rappresentati i profili d’investimento di un ipotetico investitore con riferimento al tempo, alla propensione, al rischio ed alle risorse.

I profili d'investimento: tempo, propensione al rischio, risorse

DINAMICO			450.000	
EQUILIBRATO		150.000		550.000
PRUDENTE	250.000			
CONSERVATIVO				
	BREVE TERMINE	MEDIO TERMINE	MEDIO-LUNGO TERMINE	LUNGO TERMINE

DIVERSIFICARE TEMPORALMENTE LE RISORSE

Il financial planning tipico individua quattro aree di diversificazione in funzione di quattro orizzonti temporali convenzionali:

- breve termine (24-36 mesi)
- medio termine (36-60 mesi)
- medio-lungo termine (60-120 mesi)
- lungo termine (oltre 120 mesi).

La prima decisione fondamentale della pianificazione finanziaria consiste nello stabilire quanta parte delle proprie risorse è necessario allocare per ciascuna area di investimento e per ciascun tempo.

Come avviene in genere questa diversificazione? Probabilmente, la maggior parte degli investitori la effettua in maniera “casuale”, senza una reale consapevolezza che deriva da una riflessione attenta circa il proprio ciclo di vita.

E’ possibile immaginare che i criteri di allocazione temporale delle risorse siano dettati da fattori contingenti, forse persino dagli andamenti di mercati.

Ma qual è la diversificazione temporale dell’investitore medio italiano?

Un’indicazione di massima è ricavabile dalle statistiche di Assogestioni, che riportano la struttura degli investimenti in fondi comuni del sistema Italia.

Riclassificando gli investimenti in fondi comuni in termini di orizzonte temporale (**Tabella 1**), si ha la diversificazione del portafoglio che potrebbe essere attribuita all’investitore medio italiano.

Naturalmente la diversificazione temporale effettuata dall’investitore medio italiano è solo una indicazione orientativa di partenza.

Vi sono però criteri razionali per determinare la propria diversificazione ottimale, il proprio financial planning personalizzato.

Tabella 1 – Diversificazione del portafoglio investitore medio italiano

Fondi italiani	Milioni di Euro Marzo 2001	%	Diversificazione	Tempo
Liquidità	30.297,40	6%	32%	Breve
Obbligazionari area Euro	137.610,40	26%		
Obbligazionari esteri et al.	94.724,80	18%	18%	Medio
Bilanciati	75.676,50	14%	14%	Medio-lungo
Azionari	180.303,50	34%	36%	Lungo
Flessibili	6.670,60	2%		
Totale	525.283,20	100%		

I CRITERI DEL FINANCIAL PLANNING PERSONALIZZATO

La pianificazione finanziaria personale dipende da una serie di variabili che, sebbene siano strettamente connesse tra loro, non possono essere esaminate che una per volta.

Queste variabili sono criteri decisionali in base ai quali identificare la distribuzione delle risorse in funzione del tempo più aderente alla propria situazione personale.

Ciascun criterio contribuirà a definire l'assetto della diversificazione temporale finale consigliata.

Le spese programmate

Le aree di investimento (a breve, medio, medio-lungo, lungo termine) rappresentano, innanzitutto, il tempo entro il quale si prevede l'impiego delle risorse per la realizzazione di un obiettivo vitale.

Tale criterio di diversificazione ha evidentemente priorità su tutti gli altri in quanto definisce le cosiddette "spese programmate".

Nel caso in cui non tutte le risorse di un investitore siano finalizzate per spese programmate, allora la distribuzione temporale delle stesse potrà essere effettuata in base agli altri criteri.

In altre parole, il processo di diversificazione temporale delle risorse terminerebbe nel caso l'investitore assegnasse il 100% delle risorse a una o più aree di investimento.

Gli altri criteri del financial planning possono essere esaminati solo nel caso in cui vi sia una percentuale di risorse non finalizzate.

E' infatti su queste ultime che gli altri criteri agiranno per definire la distribuzione ottimale.

Le variabili socio-anagrafiche

Le variabili più significativamente connesse al ciclo di vita sono rappresentate da:

- a) l'età: all'aumentare dell'età corrisponde naturalmente la necessità di una maggiore quantità di risorse a breve e a medio termine;
- b) il numero dei componenti della famiglia: maggiore è il numero dei componenti, maggiori sono le necessità a breve e a medio termine;
- c) gli anni del pensionamento: minore è il numero di anni dal pensionamento (generalmente 65 anni), maggiore è la necessità di allocare risorse a breve.

La situazione economico-finanziaria

Per una corretta pianificazione è da tenere in considerazione la situazione economico-finanziaria complessiva dell'investitore, che può essere valutata come tendenzialmente stabile o meno.

Il grado di stabilità della situazione economico-finanziaria può essere determinato, così come per le aziende, mediante un'analisi dettagliata utilizzando degli indici.

Normalmente, una buona rappresentazione della situazione può essere derivata da:

a) grado di solvibilità, che esprime la percentuale di perdita massima sopportabile del valore del proprio patrimonio, prima di diventare insolvente. L'indice è dato dal rapporto tra la Ricchezza Netta ed il Patrimonio. La Ricchezza netta di un investitore è ottenuta dalla differenza del Totale delle Attività patrimoniali (risorse finanziarie in Liquidità, in Investimenti mobiliari e Investimenti reali come immobili, beni rifugio, mezzi di trasporto ecc.) meno il Totale delle Passività (ovvero dell'intera situazione debitoria).

Il Patrimonio di un investitore coincide con il Totale delle Attività patrimoniali. Maggiore è il grado di solvibilità, maggiore è il grado di stabilità della situazione economico-finanziaria, minore è la necessità di distribuzione a breve e medio termine delle risorse;

b) il grado di liquidità, che indica la percentuale di copertura del rimborso degli eventuali debiti su un arco temporale di un anno. L'indice si calcola facendo il rapporto tra la Liquidità (risorse in conto correnti, titoli di Stato ed altri investimenti monetari) e il totale dei rimborsi annui (finanziamenti a breve, mutui ed altri finanziamenti). Maggiore è il grado di liquidità, maggiore

è il grado di stabilità della situazione economico-finanziaria, minore è la necessità di distribuzione a breve e medio termine delle risorse;

c) il grado di risparmio annuo, che indica la percentuale di capacità di risparmio annuo dell'investitore. L'indice è dato dal rapporto tra il Deficit o Surplus di Cassa (il Totale delle Entrate annue meno il Totale delle Spese annue) ed il Reddito annuo netto (il Totale delle Entrate annue meno le Imposte ed i Contributi). Maggiore è il grado di risparmio, maggiore è il grado di stabilità di distribuzione a breve e medio termine delle risorse.

I tre indici possono fornire una rappresentazione sintetica dell'intera situazione economico-finanziaria e quindi una valutazione del grado di stabilità-instabilità. Una chiave di lettura diagnostica, in termini di punteggio, può essere semplificata dalla **tabella 2** successiva.

La combinazione dei diversi punteggi degli indici fornisce un'indicazione sintetica: maggiore è la stabilità della situazione economico-finanziaria, maggiori sono le risorse finanziarie che possono essere allocate a medio e lungo termine.

Il grado di stabilità-instabilità della situazione economico-finanziaria può essere derivato in via analitica, definendo lo Stato patrimoniale ed il Conto Economico dell'investitore.

Tabella 2 - Situazione economico-finanziaria

Grado di solvibilità	fino al 20%	da 20% a 50%	da 50% a 80%	Oltre 80%
Grado di liquidabilità	fino al 20%	da 20% a 50%	da 50% a 80%	Oltre 80%
Grado di risparmio annuo	Minore del 10%	da 10% a 20%	da 20% a 50%	Oltre 50%
Grado di stabilità	Basso	Medio	Medio-alto	Alto

L'esperienza degli investimenti

La diversificazione delle risorse nel tempo è determinata anche da una componente culturale e dall'esperienza dell'investitore relativamente alla familiarità ed al grado di soddisfazione ottenuti dall'investimento in prodotti relativi ai mercati principali: monetario, obbligazionario (italiano ed estero), azionario (italiano ed estero), speculativo (derivati). Maggiore è la conoscenza

e la soddisfazione ricavata dalle diverse alternative d'investimento, maggiore potrà essere l'articolazione e la distribuzione temporale delle risorse.

La propensione tempo-rischio-rendimento

La distribuzione delle risorse dipende anche dalla propensione dell'investitore a investire su archi via via maggiori per ottenere performance più consistenti, considerando anche i risultati probabilisticamente peggiori dell'investitore stesso. In pratica, è necessario tenere conto del grado di "impazienza" dell'investitore: all'aumentare dell'impazienza deve aumentare l'allocazione delle risorse a breve e medio termine.

La valutazione del grado di propensione viene effettuata sul trade-off delle tre variabili che, nell'investimento quantitativo, sono strettamente interconnesse. Mediante stime statistiche dell'evoluzione dei mercati è possibile, per ciascun tempo di investimento, stimare in termini oggettivi:

- a) il risultato atteso, rappresentato dalla performance complessiva reale (al netto dell'inflazione) che ha la massima probabilità oggettiva di manifestarsi, in assenza di modificazioni significative e strutturali dei mercati e delle relazioni tra i medesimi;
- b) il risultato peggiore, rappresentato dalla performance complessiva reale (al netto dell'inflazione) che presenta una bassa probabilità oggettiva (circa l'1%) di realizzare un risultato inferiore. In sostanza, è la performance che ci si dovrebbe attendere uno scenario di evoluzione pessimistico dei mercati. Il risultato peggiore permette quindi di valutare una delle dimensioni del rischio dell'investimento.

Le performance stimate, che in ogni caso hanno una funzione puramente indicativa, consentono di confrontare e valutare i diversi tempi di investimento e quindi di cogliere le preferenze temporali dell'investitore. Per esempio, quale preferenza potrà esprimere un investitore in relazione ai trade-off presentati nella **Tabella 3**?

In assenza di necessità di impiego delle risorse a un tempo definito, le scelte dell'investitore potranno essere diverse in funzione della propria propensione verso i trade-off. L'investitore "impaziente" tenderà a scegliere il tempo più breve, anche prescindendo dalle performance stimate.

L'investitore prudente (e pessimista) confronterà i risultati peggiori, mettendoli in relazione al tempo. L'investitore ottimista valuterà, rispetto al tempo, i risultati attesi mentre l'investitore razionale metterà in rapporto, sempre rispetto al tempo, i risultati attesi e peggiori. In altre parole, ciascun investitore, sulla base delle proprie preferenze, potrà individuare l'alternativa che coglie meglio la sua propensione al trade-off tempo-rischio-rendimento. Tutto ciò sulla base di elementi oggettivi e quantitativi.

Purtroppo, un facile equivoco induce spesso l'investitore a scegliere l'orizzonte temporale non per il suo trade-off ma per "tenere sotto controllo" i risultati d'investimento. A causa dell'incertezza che caratterizza l'investimento, si tende a ridurre l'orizzonte temporale, ma si perdono in tal modo le opportunità che il tempo stesso offre come fattore strategico dell'investimento.

Nell'ambito delle metodologie quantitative l'evoluzione dell'investimento viene tenuta sotto controllo con specifici strumenti e quindi l'investitore può serenamente valutare il trade-off tempo-rischio-rendimento senza condizionamenti "spuri".

Tabella 3 - Performance rispetto al tempo

Tempo Investimento		
Trade - off	24 mesi	60 mesi
Risultato atteso	12,74%	93,76%
Risultato peggiore	2,18%	13,02%

Le finalità dell'investimento

Un altro criterio che consente di determinare la diversificazione temporale è l'orientamento dell'investitore verso la "forma e manifestazione" del rendimento. In altre parole, l'investitore può preferire diverse finalità di investimento:

- a) ottenere un reddito con alta periodicità (per esempio, mensile) e/o la tutela del valore reale del capitale (coprire almeno l'inflazione);
- b) ottenere un reddito con una frequenza ridotta (per esempio, trimestrale) e/o puntare a una crescita moderata del capitale;
- c) puntare a un incremento del capitale, riservandosi di poter ottenere un reddito aperiodico (per impieghi occasionali);
- d) puntare al massimo incremento del capitale nel tempo.

E' evidente che le diverse finalità di investimento determinano implicitamente il grado di rischio (una finalità di reddito, specialmente se deve integrare la struttura dei consumi, necessita di basse fluttuazioni del capitale) e hanno un impatto sull'orizzonte temporale coerente (la capitalizzazione implica, nel

modello di investimento, un tempo sufficientemente lungo). Per tali motivi le preferenze circa le finalità di investimento orientano l'allocazione delle risorse verso una diversificazione temporale che si distende coerentemente sull'asse breve-lungo termine.

DEFINIRE GLI ATTEGGIAMENTI VERSO L'INVESTIMENTO

Un profilo di investimento rappresenta il trade-off in relazione a tempo, rischio e rendimento che l'investitore intende perseguire. Una volta definita al diversificazione temporale delle risorse è necessario individuare, per ciascun tempo d'investimento, il grado di propensione al rischio. L'atteggiamento verso il rischio può essere definito come la predisposizione, acquisita attraverso l'esperienza e la cultura, dell'investitore a orientarsi verso alternative e opportunità che rispecchino le componenti razionali ma anche emotive.

La consapevolezza di come gli elementi emotivi e razionali giochino nella dinamica decisionale è il presupposto per una soddisfacente e profittevole scelta di investimento.

La personalità dell'investitore, intesa come un insieme, può allora essere definita come l'elemento che dirige la totalità delle scelte relative ai diversi profili di investimento.

La personalità dell'investitore

Come possono essere classificate le personalità degli investitori? Una tipologia funzionale al contesto degli investimenti può essere costruita tenendo conto soprattutto della natura e dell'intensità di risposta ai fenomeni finanziari. Ciò significa che le diverse personalità di investimento non devono essere necessariamente coerenti con tratti generali che sono più propri dell'indagine psicologica. Una classificazione utile individua quattro tipologie base di investitore.

- Dinamico: è orientato a cogliere il massimo rendimento e per tale motivo accetta consapevolmente di assumersi il rischio maggiore. Infatti, non teme le oscillazioni del capitale nel tempo e accetta la possibilità di perdite sul capitale investito nel periodo iniziale dovuto a scenari di mercato particolarmente negativi. Interpreta le oscillazioni dei mercati e, in particolare, i ribassi come ulteriori opportunità e attribuisce al tempo una funzione di fattore incrementale di rendimento.
- Equilibrato: vuole perseguire il massimo rendimento ma intende controllare il grado di rischio da assumersi. Infatti, pur non temendo le

oscillazioni del capitale nel tempo, si prefigge di contenere la possibilità di perdite sul capitale investito nel periodo iniziale. E' pronto ad accettare un rendimento finale atteso minore a fronte di un miglior risultato nel caso di scenari di mercato particolarmente negativi. Interpreta le oscillazioni dei mercati come eventi fisiologici normali e, in caso di ribassi, non reagisce: il tempo consentirà il recupero delle perdite.

- Prudente: vuole cogliere un rendimento accettabile in funzione di un grado di rischio comunque contenuto tra le alternative d'investimento coerenti con la prospettiva temporale. Vuole ridurre le oscillazioni del capitale investito e la possibilità di perdita sul capitale, anche nel periodo iniziale dell'investimento, in quanto intende sopportare il minimo "costo" di una liquidazione anticipata dell'investimento in uno scenario di mercato fortemente negativo. E' consapevole che questa "protezione" riduce la possibilità di cogliere maggiori rendimenti che risultano ragionevoli in prospettive temporali adeguate.
- Conservativo: è orientato a cogliere un rendimento accettabile in funzione di un grado di rischio minore, individuato tra le alternative d'investimento coerenti con la prospettiva temporale. Non sopporta le oscillazioni marcate del capitale investito e cerca di ridurre al massimo la possibilità di perdita sul capitale, anche nel periodo iniziale dell'investimento, soprattutto per una questione di tolleranza psicologica. Tutto ciò anche a costo di non cogliere maggiori rendimenti che risultano ragionevoli in prospettive temporali adeguate.

Diversificazione temporale e atteggiamenti coerenti

Ma necessariamente un investitore è definibile con un'unica modalità?

L'investitore, in realtà, già conosce di avere diversi orientamenti (perlomeno quelli indirizzati al trading e all'investimento nel senso proprio del termine) e la sua apertura mentale alla poliedricità gli fa sospettare che è necessario assumere atteggiamenti verso il rischio differenti rispetto a ciascuna area di investimento.

Così, se si dovessero etichettare propensioni verso il rischio via via crescenti, come per esempio, le denominazioni "conservativo", "prudente", "equilibrato" e "dinamico", queste si potrebbero incrociare con le aree di investimento a breve, medio, medio-lungo e lungo termine, per definire "profili di investimento" coerenti. Un razionale approccio agli investimenti consiglia di adottare i posizionamenti raffigurati nella **Tabella 4**

Questa rappresentazione evidenzia che ciascun investitore può, in linea di principio, assumere atteggiamenti verso il rischio coerenti con il tempo degli

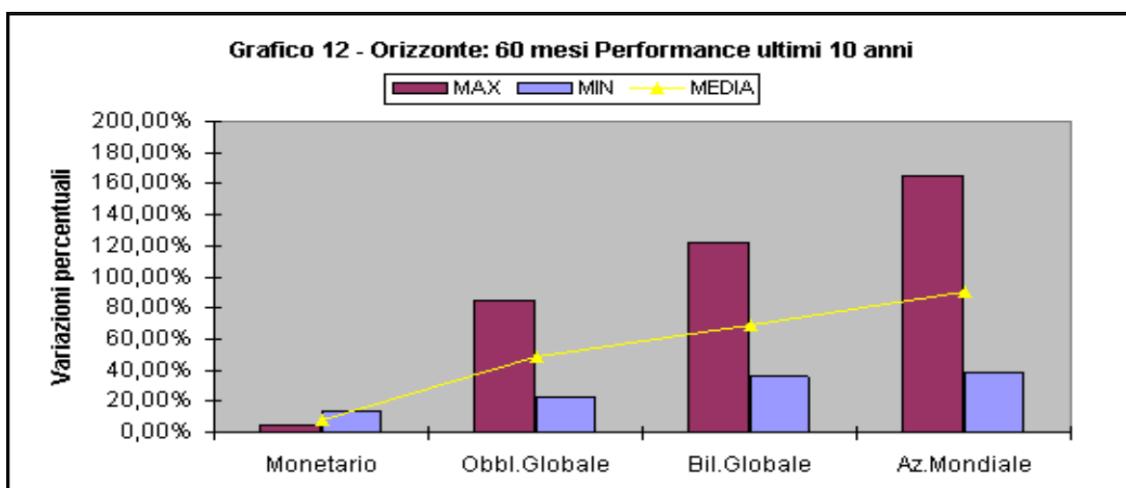
investimenti. Ciò significa che si potrà essere conservativo a breve termine, prudente a medio-termine, e così via, per beneficiare degli effetti del tempo sugli investimenti medesimi.

La sensatezza di questo approccio si basa sulla evidenza empirica che il tempo è uno straordinario fattore incrementale di sicurezza e di rendimento, grazie all'effetto della capitalizzazione composta. Infatti, l'opportunità di assumere un rischio maggiore su tempi più lunghi è testimoniata dai dati rappresentati nel **Grafico 12**

Su un orizzonte temporale di 60 mesi, il peggior risultato di un investimento azionario internazionale negli ultimi 10 anni (38,7%) è stato significativamente superiore al miglior risultato di un investimento monetario (13,5%), potendo offrire opportunità di performance media e massima straordinariamente superiori. In questo senso è possibile affermare che, per chi investe in una prospettiva temporale, l'alternativa monetaria con più basso rischio (inteso in termini di oscillazione del capitale nel tempo) presenta il maggior rischio di mancata opportunità di rendimento. Le varie alternative di investimento, ordinate per grado di rischio di oscillazione, mostrano che hanno generato performance medie in linea con il loro grado di rischio, in quanto la modalità più corretta e razionale per misurare il rischio di un investimento nel tempo è rappresentata dalla dispersione dei rendimenti finali provocati dai diversi scenari di mercato nel tempo.

Tabella 4 - Profili: atteggiamenti verso aree di investimento

Dinamico				
Equilibrato				
Prudente				
Conservativo				
	Breve termine	Medio termine	Medio-lungo termine	Lungo termine



	Monetario	Obbl.	Globale	Bil.	Globale	Az.	Mondiale
MIN	4,40%		84,70%	122,30%		164,70%	
MAX	13,50%		22,20%	36,40%		38,70%	
MEDIA	7,40%		48,20%	69,00%		90,90%	

La reazione comportamentale all'avversità del mercato

I fenomeni “negativi” dell’andamento dei mercati possono manifestarsi in maniera molto diversa: correzione, crash market e bear market. Essi si differenziano sia per l’entità della perdita che per l’intervallo temporale di accadimento. Per “correzione di mercato” si intende una perdita sino al 5% realizzata in un solo giorno. Una perdita giornaliera di oltre il 5% è invece una caratteristica del crash di mercato. Diverso è il caso del mercato ribassista o bear market (mercato orso), la cui caratteristica è quella di accumulare una consistente perdita in diversi mesi.

Questi tre item possono generare nell’investitore diverse risposte di comportamento che sono funzione della sua tolleranza al rischio inteso come perdita di parte del capitale investito.

Le reazioni dell’investitore conservativo, avverso al rischio, sono quelle tipiche di fuga dalla situazione percepita come veramente minacciosa. Disinvestire tutto il capitale e rifugiarsi in strumenti a basso rischio è il comportamento che ritiene opportuno.

L’investitore prudente cerca di limitare le possibili ulteriori perdite per una parte del capitale, rimanendo però investito per la gran parte allo scopo di cogliere l’oscillazione positiva del mercato e quindi recuperare la perdita stessa.

L’investitore equilibrato non reagisce a nessuna situazione di mercato in quanto è consapevole che le fluttuazioni del mercato sono un aspetto fisiologico dell’investimento e che, in una adeguata prospettiva temporale, le perdite vengono riassorbite.

La reazione di un investitore dinamico, orientato ad assumersi i rischi di investimento, è quella di “avvicinamento” al mercato ovvero di ulteriore investimento per sfruttare proprio la situazione negativa e acquisire, nel tempo, un ulteriore “bonus” di rendimento.

La valutazione del rischio rispetto al risultato finale

Le strategie di investimento possono essere classificate in funzione del potenziale di rischio dei mercati di riferimento. Per tale motivo vengono generalmente considerate quattro classi di mercati fondamentali (asset class):

monetario, obbligazionario, bilanciato (metà obbligazionario e metà azionario), azionario. Ciascuna asset class presenta un potenziale di rischio e un potenziale di rendimento, che assumono diverse manifestazioni se vengono considerati diversi tempi di investimento. Ciascuna asset class può quindi essere confrontata e valutata sul medesimo orizzonte temporale in termini di risultati storici ottenuti.

Dato un orizzonte temporale di investimento, queste analisi hanno lo scopo di individuare le performance ottenute da una serie di simulazioni su un periodo sufficientemente lungo.

Si supponga di voler individuare le performance ottenute nel passato da un investimento nel mercato monetario su un orizzonte temporale di 24 mesi. Tale esercizio è finalizzato quindi a valutare la strategia d'investimento nel mercato monetario relativamente alle performance reali (necessariamente al netto dell'inflazione) prodotte nel passato su un ampio periodo come, per esempio, 120 mesi (10 anni). Inizialmente si simula l'investimento nel mercato monetario partendo dai primi due anni e si registrano le performance. Successivamente, la simulazione viene effettuata "scivolando" di tre mesi dall'inizio del periodo (mantenendo quindi costante l'orizzonte temporale a 24 mesi) e calcolando quindi la performance su un periodo temporale leggermente diverso (per i 3/24). La simulazione viene ripetuta diverse volte finché l'ultima è quella relativa agli ultimi 24 mesi del periodo di 120 mesi. Tutto ciò viene fatto per valutare il comportamento della strategia in situazioni di timing dell'investimento diverse che corrispondono dunque a situazioni di mercato disparate.

L'insieme delle performance ottenute con questa metodologia consente di valutare il rischio potenziale della strategia in analisi in termini di risultati finali. Infatti è possibile calcolare la media delle performance reali ottenute (che qualificano in qualche modo un "risultato atteso" della strategia) e individuare la minima e la massima performance reale realizzata (che rappresentano il rischio di dispersione della performance intorno alla propria media).

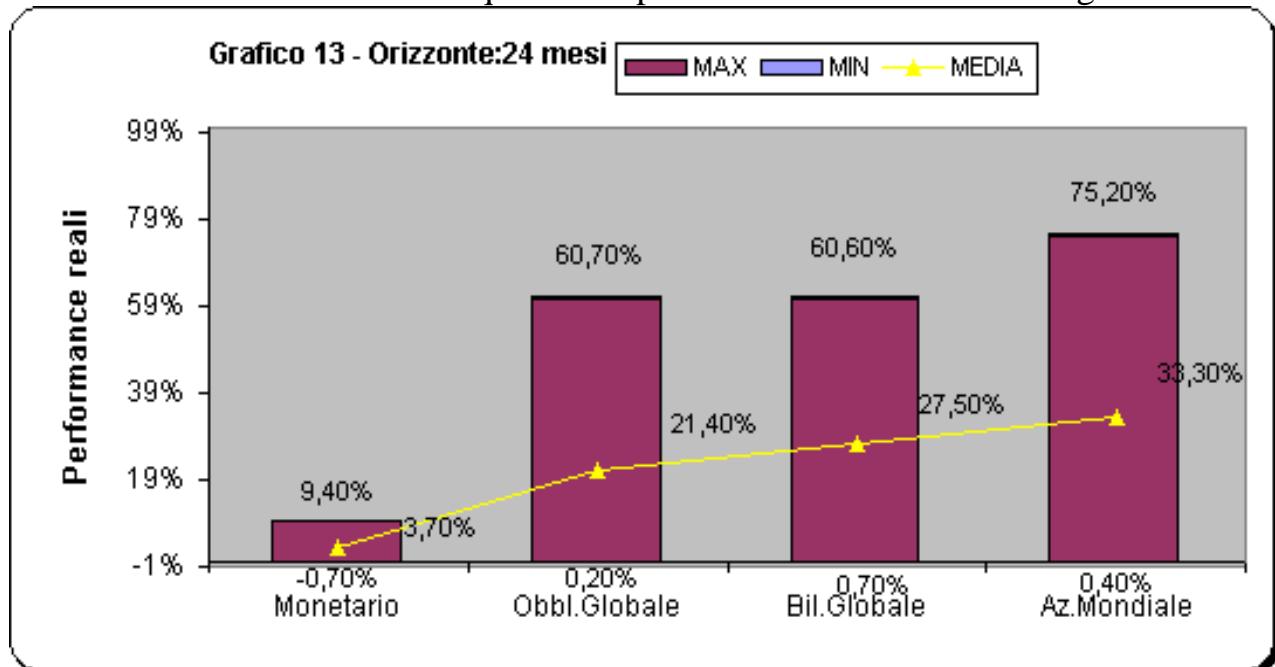
Per esempio, un'analisi di questo tipo realizzata sul mercato monetario ha evidenziato, negli ultimi 120 mesi e per orizzonti temporali d'investimento pari a 24 mesi, una performance media reale del 3,7%, mentre nelle condizioni più favorevoli del mercato il risultato è stato del 9,4% contro un risultato peggiore del -0,7%.

Questi valori possono non solo servire a considerare il potenziale di rischio-rendimento di una singola asset class ma anche a effettuare confronti e valutazioni tra asset class differenti in funzione di un determinato orizzonte temporale di investimento, come per esempio nel **Grafico 13**.

Così l'investitore può manifestare la propria preferenza, per orizzonti temporali di investimento, valutando il personale punto di equilibrio tra i valori (performance minima, media, massima).

L'investitore prudente valuterà il bilanciamento tra le performance medie e le performance peggiori delle quattro asset class e tenderà a scegliere quella che presenta il rapporto migliore. L'investitore equilibrato porrà la propria attenzione sulle performance medie e sceglierà l'asset class che ha realizzato le media più alta, naturalmente tenendo anche conto delle performance minima, massima e della grandezza dell'intervallo di dispersione.

L'investitore dinamico, pur considerando i valori delle performance medie delle quattro asset class, porrà la propria attenzione sulle performance massime e si orienterà nella scelta di quella che presenta un bilanciamento migliore.



La valutazione del rischio di oscillazione

Il rischio di oscillazione si riferisce non tanto al rischio di ottenere dei risultati finali più o meno significativamente difformi da quello atteso, ma all'ampiezza delle fluttuazioni tollerabile dall'investitore durante il percorso di investimento.

Anche questa tipologia di rischio può essere tradotta in termini quantitativi e valutata mediante andamenti storici, in quanto, all'interno delle regole dell'investimento, questa caratteristica dei mercati tende a essere sufficientemente stabile nel tempo.

Tecnicamente l'oscillazione di un investimento viene misurata mediante la deviazione standard, misura statistica che, come abbiamo già visto, definisce la rischiosità totale di un investimento.

La deviazione standard si può assumere come strumento di misura del rischio perché consente, almeno sommariamente, di affermare che "un investimento

con deviazione standard pari a 4 è quattro volte più rischioso di quello con deviazione standard pari ad 1”.

Innanzitutto, appare evidente che l’andamento con il grado di rischio maggiore presenta una performance complessiva maggiore. E’ bene sottolineare che tale fenomeno non è una condizione dovuta: solo se le regole dell’investimento sono applicate correttamente è ragionevole aspettarsi quest’effetto. Ricordiamo che, investendo su un tempo sufficientemente lungo ed associando un grado di rischio adeguato e coerente (investendo in mercati efficienti e con una diversificazione efficiente), è possibile cogliere un premio di rischio (rendimento) coerente e quasi proporzionale al rischio assunto.

I risultati del personal risk assessment

Le risposte al test di valutazione della tolleranza al rischio individuano l’atteggiamento prevalente dell’investitore e lo ricollegano a una delle quattro personalità di base. Per esempio, qualora prevalesse l’atteggiamento “equilibrato”, la conseguenza sarebbe quella di assumere tale posizionamento su tutte le aree di investimento individuate, come nella **Tabella 5**.

Naturalmente, ciò può essere interpretato anche come un punto di partenza per ridefinire ulteriormente i profili di investimento, modificando per via intuitiva il loro posizionamento oppure effettuando un’ulteriore analisi, all’interno di una o più aree di investimento, per identificare con maggior precisione i profili medesimi: il ***fine tuning***.

Tabella 5 - Profili: Un esempio di posizionamento sulle aree di investimento

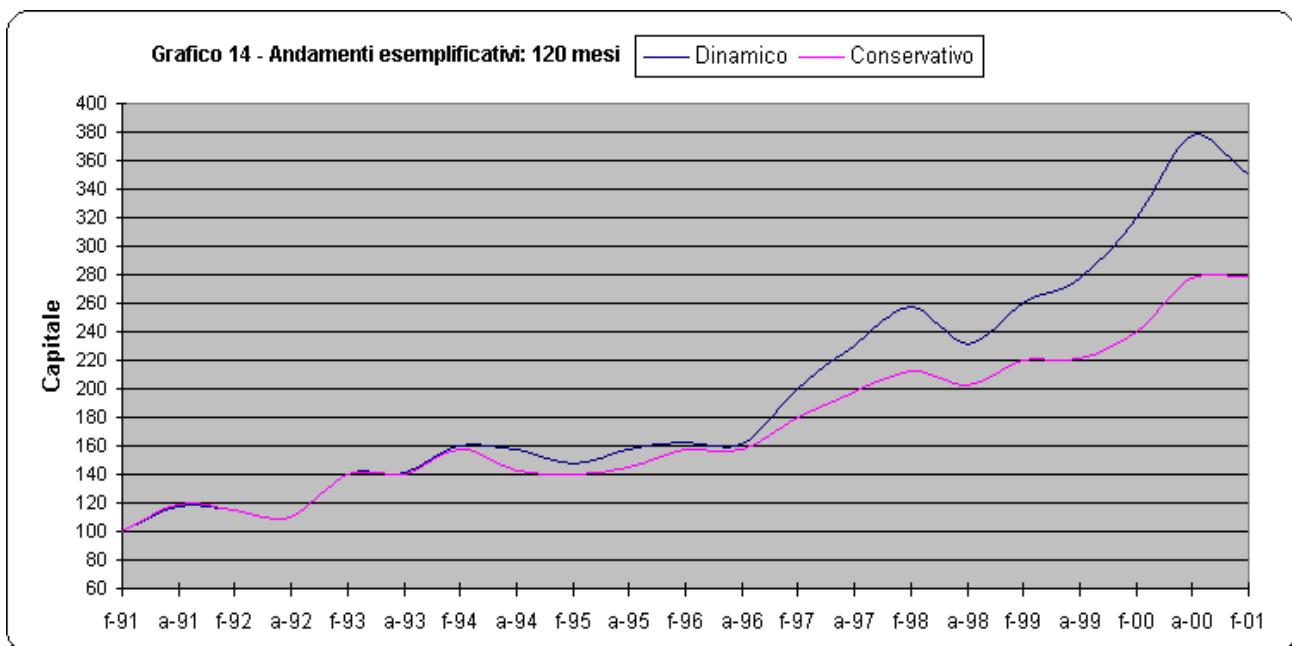
Dinamico				
Equilibrato				
Prudente				
Conservativo				
	Breve termine	Medio termine	Medio-lungo termine	Lungo termine

Il fine tuning dei profili di investimento

Il fine tuning (letteralmente, sintonia fine) dei profili di investimento consiste essenzialmente nell’identificare, con la maggior accuratezza possibile, qual è l’atteggiamento dell’investitore verso l’investimento all’interno di ciascuna diversificazione temporale (breve, medio, medio-lungo, lungo termine).

La valutazione, dunque, avviene per confronto diretto tra le alternative di atteggiamento (conservativo, prudente, equilibrato, dinamico) all'interno di un'area di investimento e analizzando le due variabili decisionali più importanti: 1) il rischio di oscillazione, 2) il trade-off dell'investimento (risultato atteso, risultato peggiore, perdita massima stimata a tre mesi).

Si supponga che l'investitore voglia definire più precisamente il proprio profilo d'investimento nel lungo termine (oltre i 120 mesi). Innanzitutto potrà confrontare tra loro tutti gli andamenti associati a ciascun atteggiamento ed esprimere la propria preferenza. La valutazione degli andamenti consente di quantificare il rischio di oscillazione di un investimento in rapporto al risultato finale raggiunto. Per esempio, osservando il **grafico 14**, l'investitore potrebbe dare la preferenza all'uno o all'altro profilo (dinamico, conservativo) semplicemente chiedendosi su quale alternativa avrebbe investito.



La possibilità di definire più meticolosamente il proprio profilo di investimento è ancora meglio esercitata dall'analisi delle stime di risultato, così come riportato nel **tavella 6**.

La valutazione dei profili di investimento relativamente a un orizzonte temporale di oltre 120 mesi viene effettuata sui diversi trade-off delle tre stime oggettive circa l'evoluzione dei mercati.

Nell'esempio è possibile confrontare i profili conservativo e dinamico per :

- il risultato atteso, rappresentato dalla performance complessiva reale (al netto dell'inflazione) che ha la massima probabilità oggettiva di manifestarsi, in assenza di modificazioni significative e strutturali dei mercati e delle relazioni tra i medesimi;

- il risultato peggiore, rappresentato dalla performance complessiva reale (al netto dell'inflazione) che presenta la minima probabilità oggettiva (circa l'1%) di realizzare un risultato inferiore. In sostanza è la performance che ci si dovrebbe attendere in uno scenario di evoluzione pessimistico dei mercati. Il risultato peggiore permette quindi di valutare una delle dimensioni del rischio dell'investimento;
- la perdita massima a tre mesi, rappresentata dalla performance negativa stimata su un tempo breve e in uno scenario di mercato fortemente pessimistico e quindi con una probabilità contenuta di realizzarsi.

Le stime, che in ogni caso hanno una funzione puramente indicativa, consentono di confrontare e valutare i diversi atteggiamenti dell'investitore per identificarne, in maniera quantitativa, il profilo più coerente.

Tabella 6 - Stime del risultato di alternative di investimento

Trade-off	Conservativo	Dinamico
Risultato atteso	230,36%	371,98%
Risultato peggiore	75,24%	70,50%
Perdita max (3 mesi)	-6,80%	-11,50%

Individuare i profili di investimento

Il processo di financial planning termina con l'attribuzione delle risorse per singolo profilo di investimento. Una volta determinata la diversificazione temporale (la percentuale delle risorse) e la definizione degli atteggiamenti per ciascun orizzonte temporale, l'inserimento delle risorse totali consente opportunamente la loro distribuzione. A questo punto si è pronti per fare il passo successivo, ovvero individuare per ciascun profilo di investimento il piano di investimento coerente.

LA DEFINIZIONE DEL PIANO DI INVESTIMENTO

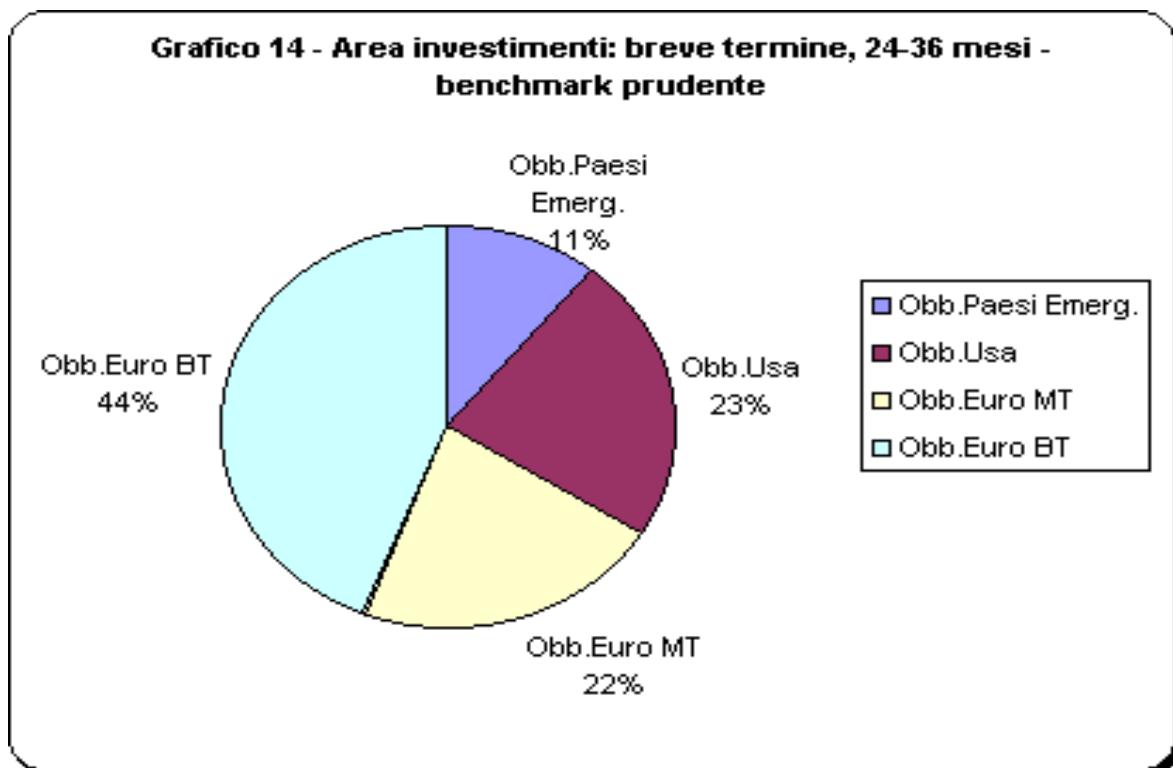
STABILITA LA META, RESTA DA DEFINIRE LA ROTTA

L'attività di diversificazione temporale consente di distribuire razionalmente le risorse su diversi orizzonti temporali. Il processo di definizione degli atteggiamenti verso l'investimento permette di determinare in termini probabilistici il trade-off tra grado di sopportazione del rischio e premio di rischio. Ambedue le attività convergono nella definizione di un "profilo" che in sostanza rappresenta la politica di investimento (l'insieme delle preferenze, vincoli e attese dell'investitore) a quel dato orizzonte temporale.

Se ciascun profilo di investimento corrisponde a una "meta" allora, per realizzare il piano di investimento, è necessario tracciare una "rotta" che consenta, appunto, di raggiungere la meta stessa. Da un punto di vista tecnico, la rotta dell'investimento è definita dal *benchmark*

LA STRATEGIA DI INVESTIMENTO: IL BENCHMARK

Il benchmark non è altro che la proiezione sui mercati delle intenzioni e delle preferenze dell'investitore. Esso rappresenta il punto di equilibrio tra tutti gli elementi che l'investitore ha consapevolmente valutato nella fase di analisi delle esigenze. Per esempio, il profilo di investimento "Prudente-Breve Termine" è connotato da una serie di valori e grafici relativi al profilo tempo-rieschio-rendimento che costituiscono le caratteristiche del benchmark "Prudente-Breve Termine" rappresentato, come esempio, nel **Grafico 14**.



Il benchmark è la specificazione operativa di un modello strategico dei mercati funzionale al soddisfacimento delle esigenze di investimento (il profilo). Un modello è uno strumento di comprensione analisi, e valutazione della realtà: in quanto ne coglie solo alcuni aspetti, è una rappresentazione “semplificata” e quindi ideale della realtà, ma permette la descrizione essenziale dei processi reali, eliminando tutti quegli aspetti che potrebbero costituire elementi di disturbo e rendere di fatto impossibile lo studio della realtà stessa. Il benchmark rappresenta proprio questo: un’astrazione dei comportamenti dei mercati d’investimento, formalizzati mediante equazioni matematico-statistiche.

Riprendiamo la metafora della navigazione: quando il navigatore pianifica il proprio viaggio, utilizza una carta nautica che descrive le proprietà e le caratteristiche del mare da attraversare. La carta è un modello, in quanto fornisce le informazioni essenziali per la navigazione ma, naturalmente, costituisce una evidente semplificazione stazionaria del mare. Così per il benchmark: composto di indici di mercato, esso è una rappresentazione formale, matematico-statistica, dell’evoluzione dei mercati di investimento nel tempo, basata su ipotesi di stazionarietà di alcune qualità dei comportamenti dei mercati.

In base a questo approccio, una qualsiasi struttura di investimento può essere descritta da elementi quantitativi e probabilistici che ne sostanziano le caratteristiche funzionali al soddisfacimento delle esigenze di investimento.

L’analisi delle esigenze è finalizzata alla identificazione dei profili di investimento. L’investitore potrà identificarne fino a quattro (uno per ciascun orizzonte temporale convenzionale) tra i 16 profili d’investimento disponibili.

A ciascun profilo corrisponde un benchmark che rappresenta la strategia di investimento coerente. In realtà, la definizione di un profilo di investimento deve avvenire contemporaneamente alla individuazione del suo benchmark e ciò per garantire il requisito della sua realizzabilità.

In questo senso, il profilo di investimento e il benchmark (strategia d’investimento) sono due facce della stessa medaglia.

La costruzione delle diverse strategie di investimento è realizzata mediante algoritmi matematico-statistici che massimizzano il rendimento reale, al tempo considerato, all’interno di un grado di rischio coerente.

Dunque il controllo del rischio avviene imponendo determinati vincoli.

Ciò viene realizzato, per esempio, definendo innanzitutto, per ciascun profilo d’investimento, il massimo grado di rischio di oscillazione, misurato mediante la deviazione standard. Più in particolare, a ciascun profilo d’investimento può essere imposto di non superare i valori di deviazione standard (mensile, su 60 mesi) indicati nella **Tabella 7**

La diagonale centrale evidenzia i gradi di deviazione standard coerenti con i vari orizzonti temporali. Ma la personale valutazione dell’investitore circa il

proprio atteggiamento verso gli investimenti può determinare scelte differenti, come per esempio acquisire un atteggiamento dinamico a breve (deviazione standard 1,75) oppure un atteggiamento conservativo a lungo termine (deviazione standard 2,50).

In ogni caso, le varie gradazioni di rischio, all'interno di ciascun orizzonte temporale, sono contenute entro intervalli ragionevoli (per esempio, per il breve termine tra 1 e 1,75 di deviazione standard), compatibili con l'orizzonte temporale.

Tabella 7 – Vincoli di deviazione standard per profili di investimento

Dinamico	1,75	2,50	3,25	4,00
Equilibrato	1,50	2,25	3,00	3,50
Prudente	1,25	2,00	2,50	3,00
Conservativo	1,00	1,50	2,00	2,50
	Breve termine	Medio termine	Medio-lungo termine	Lungo termine

Una volta fissato il massimo grado di rischio per ciascuna strategia d'investimento, l'algoritmo procede ad individuare quella struttura di mercati che consente la massima prospettiva di rendimento al tempo considerato.

Ma anche per questa elaborazione vengono posti vincoli che sono funzione dei diversi atteggiamento verso l'investimento. Infatti la massimizzazione della prospettiva di rendimento è operata su diversi scenari (possibilità di evoluzione dell'investimento), ciascuno dei quali è coerente con gli atteggiamenti verso l'investimento stesso.

Ogni scenario permette di stimare e valutare, a ciascun tempo considerato, un capitale reale uguale o superiore a quello indicato, con un determinato livello di probabilità. Sono considerati quattro scenari fondamentali:

- 1) lo scenario del 50% di probabilità rappresenta l'evoluzione attesa dell'investimento in quanto presenta i valori più probabili di accadimento;
- 2) lo scenario definito da un livello di probabilità pari all'84% rappresenta l'evoluzione dell'investimento in una condizione di mercati moderatamente negativa, per cui la stima è prudenzialmente effettuata a un livello di sicurezza media;
- 3) lo scenario definito da un livello di probabilità pari al 95% rappresenta l'evoluzione dell'investimento in una condizione di mercati negativa, per cui la stima è prudenzialmente effettuata a un livello di sicurezza alto;

- 4) lo scenario definito da un livello di probabilità pari al 99% rappresenta l’evoluzione dell’investimento in una condizione di mercati fortemente negativa, per cui la stima è più che prudenzialmente effettuata a un livello di sicurezza elevato.

Ciascun scenario risulta coerente con un atteggiamento verso gli investimenti (rispettivamente: dinamico, equilibrato, prudente, conservativo) poiché l’orientamento di ciascuno è quello di cogliere, al grado di rischio fissato, la massima prospettiva di rendimento per i diversi scenari contemplati.

Il benchmark tiene conto di tutte queste variabili, massimizzando il rendimento relativo allo scenario e al tempo considerato, rispettando il vincolo del rischio di oscillazione.

Dunque, a ogni profilo è associato un benchmark coerente. L’investitore potrà valutare la coerenza tra ciascun profilo di investimento individuato e la strategia mediante una serie di dati, grafici e stime.

Le proprietà del benchmark, ovvero dell’insieme degli indici di mercato che lo compongono, scaturiscono dalle relazioni tra i mercati in quanto il benchmark è stato costruito in base ai principi della Modern Portfolio Theory.

La valutazione della strategia di investimento è, quindi, finalizzata alla verifica delle sue qualità di efficienza nonché al riscontro della coerenza relativa alla struttura tempo-rischio-rendimento desiderata dall’investitore e identificata nei profili di investimento.

La strategia di investimento può allora essere valutata da diversi punti di vista:

- a) analisi del trade-off (punto di equilibrio tra rendimento e rischio totale), che fornisce indicazioni circa il grado di efficienza raggiunto;
- b) andamento storico, che fornisce indicazioni circa la potenziale oscillazione futura;
- c) dati statistici, che dettagliano in maniera quantitativa le caratteristiche storiche e le stime future circa il rischio ed il potenziale di rendimento;
- d) la stima dell’evoluzione del capitale, che descrive la possibile evoluzione del capitale in diversi scenari di mercato.

Il trade-off rischio-rendimento

L’analisi del trade-off consente di verificare il “guadagno” in termini di efficienza del benchmark rispetto ai mercati componenti. L’efficienza non è altro che il rapporto tra rendimento medio reale mensile e il rischio totale, misurato mediante la deviazione standard. Maggiore è questo rapporto, migliore è la qualità della strategia di investimento in quanto aumentano le probabilità di ottenere un maggior premio di rischio (rendimento) per unità di rischio assunto.

Se valutiamo l’efficienza di due auto, è evidente che la migliore è quella che presenta il rapporto “chilometri percorsi/litri di carburante” più alto.

Così è per la valutazione della strategia di investimento: tanto più avrà acquisito efficienza verso i singoli mercati componenti, tanto più sarà valutata favorevolmente.

Le diverse interpretazioni del benchmark

Per la maggior parte degli investitori, il benchmark non è altro che un parametro di riferimento che consente di valutare *ex post* l'attività del gestore in termini di performance.

A nostro avviso questa proposizione potrebbe essere metodologicamente migliorata se, invece di insistere esclusivamente sull'aspetto del rendimento, si introducesse anche la valutazione comparativa in termini di rischio.

In altre parole, il confronto potrebbe essere più corretto utilizzando un indice di efficienza (per esempio, il rapporto tra rendimento medio e rischio, misurato attraverso la deviazione standard).

Non crediamo infatti che un investitore possa valutare positivamente una gestione o un fondo che riporti le medesime performance del benchmark a fronte di un rischio sensibilmente maggiore.

In ogni caso, l'attuale interpretazione comune del benchmark, sebbene consenta di fare un enorme passo avanti verso la trasparenza delle attività gestionali, è carente dal punto di vista delle teorie quantitative per un particolare paradosso metodologico.

Se il benchmark di un investimento può rappresentare metaforicamente la “rotta” dell’investimento stesso, quale importanza può avere la valutazione del comportamento del gestore verso il benchmark, dal momento che l’investitore non sa “dove” la rotta lo condurrà? Esagerando, che cosa importa valutare l’effettiva navigazione del gestore rispetto alla rotta, se poi la rotta porta “diritto sugli scogli”? In realtà la funzione di maggiore rilevanza del benchmark consiste nella valutazione quantitativa, *ex ante*, del profilo di rischio-rendimento di un investimento rispetto al quale valutare, successivamente, l’attività del gestore.

Per questo motivo il benchmark, interpretato secondo le teorie quantitative dell’efficienza, può essere una buona occasione per innescare un’evoluzione decisiva nella cultura degli investimenti in Italia.

L'ANALISI DELLE SOLUZIONI IN CORSO: COERENZE OGGETTIVE E SOGGETTIVE

I limiti delle soluzioni in corso: coerenze oggettive e soggettive

Ho fatto un buon investimento? Ho realizzato una diversificazione sufficiente? Ho scelto i mercati e i gestori migliori? Il mio portafoglio produrrà performance in linea con le mie attese? Sto correndo troppi rischi?

Sono questi probabilmente gli interrogativi che gli investitori rivolgono con maggiore frequenza, oltre che a se stessi, alle rubriche dei giornali specializzati, agli operatori del settore (promotori finanziari o addetti bancari). La difficoltà di dare risposte concrete a queste domande è evidente, anche perché, volendo seguire i consigli della stampa specializzata o il parere degli operatori del settore, ci si trova di fronte a un masso straripante di informazioni che possono condurre a qualsiasi conclusioni.

D'altronde, ciò è comprensibile in quanto sul futuro esistono differenti visioni e percezioni soggettive che possono rappresentare stati dei mercati molto differenti.

A conferma di ciò, basterà analizzare le previsioni, dell'aprile 2001, di 106 gestori delle più note strutture internazionali relative all'andamento dei mercati nei 6-12 mesi (**Tabella 8**).

Le aspettative, di crescita, stabilità o discesa dei mercati sono vistosamente difformi. Ciò, se per un verso sembra assolutamente normale, per un altro fa riflettere sulla natura e sulle possibilità effettive delle previsioni in economia e finanza.

In questi casi sembra buon senso seguire il maggior consenso, ma non mancano gli indizi che, impiegando una strategia anticonformistica di investimento, si potrebbero cogliere risultati più favorevoli.

Se, poi, il discorso fosse portato sul versante delle aspettative quantitative (di quanto si incrementerà o si ridimensionerà il mercato), dovremmo riscontrare sicuramente una difformità di visione ancora maggiore.

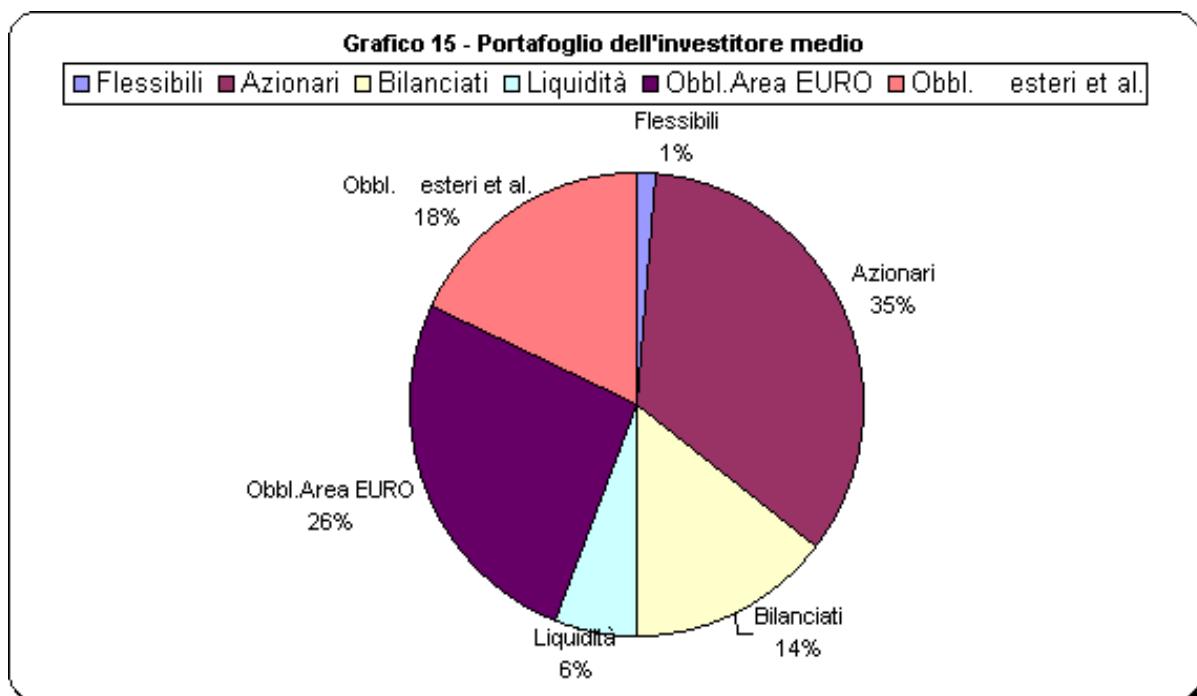
Quali strumenti di conoscenza ha l'investitore per valutare le valutazioni degli asset manager? Sarebbe necessario avere una "meta-conoscenza" ovvero una competenza maggiore di quella degli asset manager, il che è escluso perché, se si avesse tale competenza, non sarebbe necessario ricercare presso di loro informazioni e consigli.

Tabella 8 - Le attese di 106 money managers sui mercati internazionali

% di gestori che prevedono:	Mercati azionari					Mercati Obbl.				Mercati valutari		
	USA	EURO	JPN	Asia	UK	USD	y	GBP	EURO	USD/E	USD/Y	USD/GBP
Crescita	64%	69%	61%	59%	65%	22%	6%	14%	25%	16%	50%	7%
Stabilità	23%	25%	32%	33%	29%	42%	32%	47%	51%	23%	29%	61%
Discesa	13%	6%	7%	8%	6%	36%	62%	39%	24%	61%	21%	32%

Il portafoglio dell'investitore medio italiano

Per dare concretezza al discorso, faremo riferimento a un particolare portafoglio di investimento che sottoporremo a una rigorosa analisi quantitativa. Il portafoglio rappresentato nel **Grafico 15** è emblematico in quanto ricavato dall'ammontare del patrimonio nel comparto generale dei fondi comuni italiani al 28 febbraio 2001. L'asset allocation è stata determinata in funzione dei dati della tabella, nel senso che l'investimento complessivo è stato ripartito nella medesima misura in cui sono distribuite le risorse gestite rispetto ai vari compatti che classificano la tipologia dei fondi comuni italiani. A buon diritto questo portafoglio può essere denominato “dell'investitore medio italiano” e può rappresentare la sintesi pratica dei consigli degli intermediari con le scelte e i vincoli degli investitori.

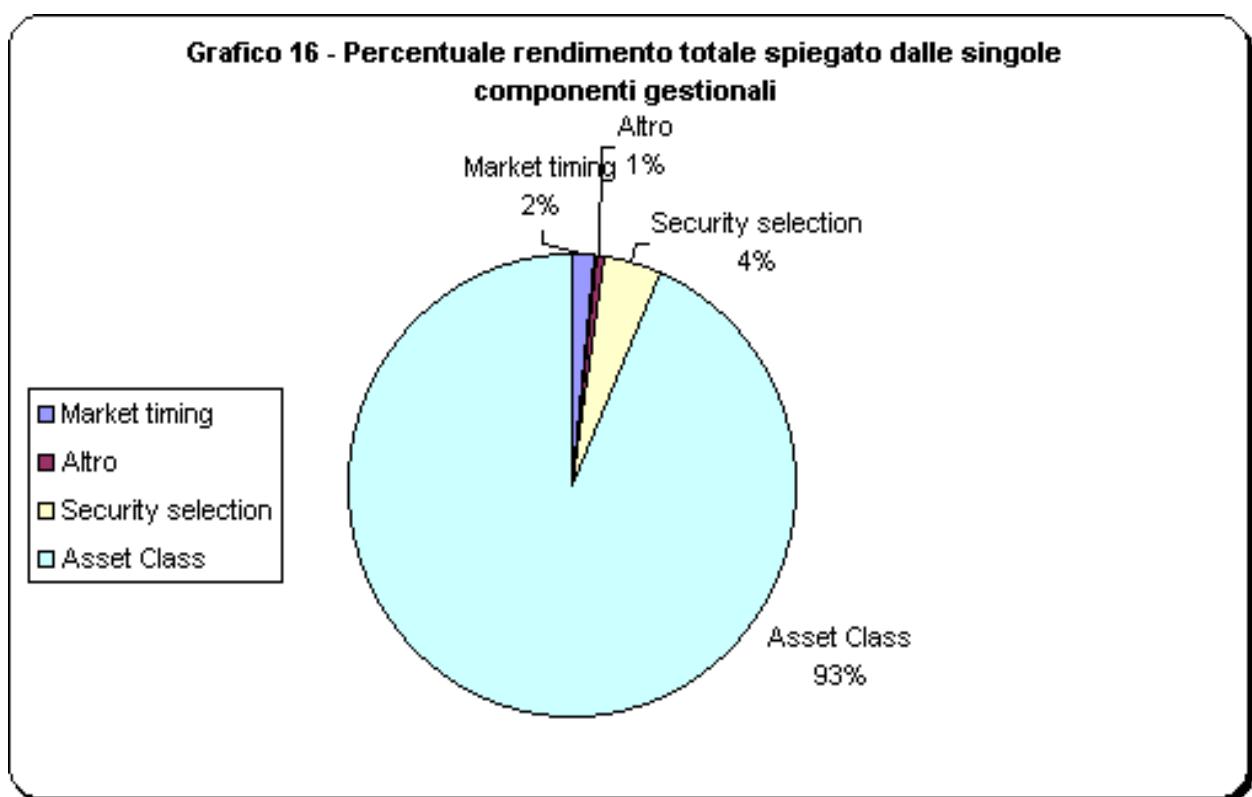


Implementare e gestire un portafoglio significa percorrere i seguenti passi:

- decidere in quale percentuale includere la liquidità, le obbligazioni e le azioni (asset class). Tale scelta verrà mantenuta nel lungo periodo e quindi condizionerà il profilo di rischio del portafoglio: è la politica di investimento;
- cambiare alternativamente i pesi degli asset class, quindi realizzare un portafoglio diverso dalla politica fissata in origine, al fine di anticipare le fluttuazioni di breve periodo dei mercati: è il market timing;
- selezionare attivamente gli investimenti all'interno dell'asset class: è la security selection.

Così il rendimento finale dell'investimento sarà la somma algebrica del rendimento dell'asset class, del rendimento del market timing, del rendimento della security selection e del rendimento di una componente non spiegabile con le tipologie gestionali classiche chiamata "altro".

Studiosi, con l'utilizzo di un'analisi di regressione, sono stati in grado di attribuire il contributo di ognuno dei quattro elementi ai risultati di gestione dei fondi pensione americani. Le conclusioni sono illustrate nel **Grafico 16**.



Considerando i rendimenti di indici di mercato per i tre asset class (S&P 500 per le azioni, Shearson Lehman Government/Corporate Bond Index per le obbligazioni e 30-day- T-Bill per la liquidità), il 93,6% delle variazioni delle performance finali in media veniva spiegato dalla politica di investimento. In altre parole, la decisione cruciale che determina il rendimento finale è riconducibile al peso da attribuire alle azioni, alle obbligazioni e alla liquidità: la politica di investimento appunto.

Valutare il portafoglio in relazione a un obiettivo di investimento definito dall'investitore

La strategia d'investimento del portafoglio in analisi viene valutata rispetto alle attese di rendimento ed alla coerenza con i vincoli soggettivi dell'investitore.

Per realizzare questo procedimento di valutazione, abbiamo bisogno di parametrizzare il tutto a un obiettivo d'investimento espresso in buona forma e con tutte le proprie qualità di base: pertinenza, comunicabilità, precisione, realizzabilità e misurabilità.

E' quindi importante che l'obiettivo d'investimento rispetto al quale valutare la strategia del portafoglio sia stato sottoposto al "test di realtà finanziaria" in quanto deve essere già avvenuta la "negoziazione" tra i desiderata dell'investitore e la realtà dei mercati efficienti.

L'ANALISI E LA SELEZIONE DEGLI STRUMENTI DEL RISPARMIO GESTITO MEDIANTE TECNICHE DI ATTRIBUZIONE DELLA PERFORMANCE

La realizzazione del portafoglio

L'asset allocation esprime il risultato ultimo e condizionato dell'intero processo d'investimento in quanto definisce il portafoglio di fondi e Sicav (strumenti ideali per una diversificazione efficiente) che risulta coerente con il benchmark, a sua volta diretta traduzione del profilo di investimento individuato dallo stesso investitore.

Per questo motivo la realizzazione del portafoglio rappresenta esclusivamente una operazione tattica che, per quanto importante, consiste in un "semplice" passaggio dal piano ideale dell'aggregato dei mercati al piano reale dell'investibile.

Il procedimento generale consiste, dunque, nell'identificazione di un portafoglio di fondi e Sicav che consente di stabilire una corrispondenza concreta tra i profili di investimento individuati dall'investitore e il potenziale ventaglio di soluzioni, individuate utilizzando gli strumenti del risparmio gestito. E' evidente che ciò è assicurato dall'insostituibile anello di congiunzione strategico rappresentato dal benchmark corrispondente al profilo di investimento.

Il modello generale di formazione del portafoglio dei fondi deve quindi essere realizzato in maniera tale da contemplare le diverse fonti di variazione potenziale che possono far disallineare il portafoglio stesso dal benchmark.

Posto che il benchmark sia assunto come portafoglio obiettivo, bisogna considerare che il portafoglio dei fondi (così come ciascun singolo fondo) presenta due componenti di rischio-rendimento distinte:

- a) la componente relativa ai mercati di riferimento, ovvero l'aggregato dei benchmark di ciascun fondo o Sicav, in gergo il "normal portfolio";
- b) la componente relativa alle attività gestionali, in gergo il "managed portfolio".

In altre parole, la valutazione del rischio e del rendimento potenziali di un portafoglio dipende essenzialmente da quali mercati vengono assunti come benchmark di riferimento dal gestore nonché dalle attività che il medesimo gestore effettuerà rispetto al proprio benchmark.

La definizione quantitativa di queste strutture consente di identificare le diverse fonti di variazione tra il benchmark e il portafoglio.

La possibilità di scostamento di un portafoglio (selection) dal benchmark di riferimento può essere dovuta da due principali fonti:

- 1) il *misfit risk*, che rappresenta la non perfetta sovrapposizione tra i mercati contenuti nel benchmark e i mercati contenuti nel portafoglio. Questa fonte di variazione costituisce un elemento non desiderabile in quanto maggiore è la differenza, maggiore è la relativa instabilità del portafoglio verso il benchmark;
- 2) l'*active risk*, che rappresenta il complesso delle abilità gestionali dell'aggregato dei gestori verso i propri mercati di riferimento. Questa fonte di variazione è desiderabile solo nel caso in cui produce risultati positivi ed è tendenzialmente sistematica, altrimenti può essere considerata una fonte di disturbo che limita la possibilità del portafoglio di rimanere agganciato al benchmark.

Tenendo conto di questi elementi, il portafoglio dei fondi può essere costruito con diverse modalità, a seconda della preferenza dell'investitore nel privilegiare la stabilità e il controllo dell'investimento oppure nel ricercare migliori opportunità di rendimento ma a scapito della stabilità del portafoglio stesso verso il benchmark.

In definitiva, l'investitore potrà scegliere, in relazione al benchmark, di realizzare il portafoglio dei fondi e Sicav con la modalità che, a suo avviso, risulta più coerente con l'investimento:

- a) fund asset allocation: consente di elaborare un portafoglio di fondi e Sicav che replica, nella maniera più efficiente e fedele possibile, il benchmark di riferimento. In sostanza, l'elaborazione algoritmica tende a ridurre al minimo possibile le fonti di variazioni dovute al misfit risk e all'active risk, facendo convergere la struttura del portafoglio sul benchmark;
- b) fund selection: attraverso la selezione di fondi e Sicav, per ciascun mercato presente nel benchmark, consente di definire il portafoglio con i fondi scelti direttamente dall'investitore sulla base di criteri quali performance, rischio, efficienza e stabilità gestionale. In pratica, le scelte dell'investitore tendono a realizzare un extrarendimento, rispetto ai mercati contenuti nel benchmark, dovuto all'active risk.

La metodologia quantitativa prevede, dunque, che la fase dell'asset allocation sia preceduta da un'analisi e valutazione dei fondi a disposizione, per identificare una gamma potenziale con accettabili qualità di base coerentemente con la modalità di formazione del portafoglio scelta.

Realizzare un portafoglio in funzione della gestione del rischio: la fund asset allocation

Riprendendo la metafora dell’investimento come viaggio, la realizzazione dell’asset allocation equivale alla costruzione del mezzo che risulta maggiormente coerente ed efficiente e che effettivamente consentirà di raggiungere la meta. In termini generali, il portafoglio deve essere quindi “indicizzato” al benchmark affinché possa seguirlo nel tempo nella maniera più efficiente possibile.

Questa indicizzazione è particolarmente facile se si utilizzando fondi “indice”, che replicano con la massima fedeltà possibile i mercati di riferimento: basterà sostituire a ciascun indice di mercato del benchmark dell’investitore il corrispondente fondo indice, nelle medesime quantità, per costruire il portafoglio.

Ma in mancanza di fondi “indice”, la ricerca di questa corrispondenza biunivoca rispetto al benchmark, utilizzando fondi che solo nominalmente sembrano “puri”, può portare a disallineamenti a volte anche significativi.

Per esempio, se nel benchmark è contenuto un indice azionario del mercato statunitense, si è portati a credere che nel portafoglio si possa rappresentarlo con un fondo del comparto azionario America.

In realtà, si possono presentare molti problemi: per esempio, il benchmark del fondo utilizza indici sensibilmente diversi per rappresentare lo stesso mercato, l’asset allocation del fondo può essere comunque “spuria” (contenente, cioè, mercati estranei a quelli di riferimento) e, infine, l’attività del gestore può essere particolarmente influente sulla performance complessiva del fondo, riducendo la sua caratterizzazione in termini di mercato.

Gli scostamenti generati da queste fonti di variazione sono accettabili solo se abbastanza contenuti; anche i fondi con extrarendimenti significativi rispetto al proprio benchmark devono essere evitati in quanto, per ottenerli, il gestore si è necessariamente assunto quantità addizionali di rischio specifico che, per sua natura, è difficilmente controllabile e che potrebbe generare, successivamente, anche forti perdite.

In definitiva, un fondo stabile può essere più utile di un fondo performante in sé.

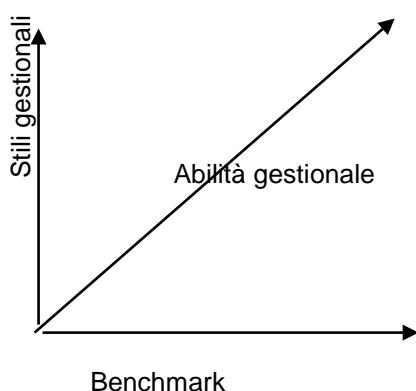
Per tutti questi motivi la costruzione del portafoglio diviene relativamente complessa in quanto, innanzitutto, è necessario che le elaborazioni possano vertere su una gamma di prodotti potenziali, ciascuno dei quali dimostri particolari requisiti di efficienza, affidabilità e consistenza.

Realizzare un portafoglio in funzione della diversificazione degli stili gestionali: la fund selection

Il modello di valutazione e di definizione di un portafoglio ha una struttura maggiormente complessa in quanto è opportuno contemplare le tre dimensioni di analisi dei fondi, così come sono riportate nel **Grafico 17**.

L'intero processo di valutazione viene ripetuto per ciascun mercato rappresentato nel benchmark dell'investitore e si snoda lungo quattro step, gerarchicamente ordinati per importanza strategica.

Grafico 17



Il primo step della valutazione dei fondi è quello che si riferisce ai pesi che si vogliono attribuire alle tre dimensioni di analisi. Per esempio, se si è orientati alla realizzazione di un portafoglio con maggiori caratteristiche di stabilità, è evidente che la dimensione più importante di valutazione sia quella relativa al benchmark del fondo e in parte all'abilità gestionale.

Ciò perché la caratteristica base del fondo da selezionare deve essere quella di replicare tendenzialmente il benchmark con una modesta componente di selection (generalmente, maggiore è la performance della selection, maggiore è il rischio addizionale che il gestore si è assunto rispetto al proprio benchmark). Viceversa, se si è orientati alla costruzione di un portafoglio con caratteristiche di maggiore attività, è implicito che l'interesse dell'investitore si rivolge per lo più alla profitabilità degli stili gestionali e all'abilità gestionale nel suo complesso. Oltre al peso da attribuire alle tre dimensioni è anche importante stabilire:

- a) un orizzonte temporale dell’investimento che impatta sulla valutazione del benchmark,
- b) una prospettiva temporale che impatta sulla valutazione dell’abilità gestionale e degli stili, nonché sulla frequenza del monitoraggio e delle riallocazioni successive.

Il secondo step della valutazione pone l’accento sul benchmark del fondo. I criteri di valutazione possono essere di due tipi. Il primo è un criterio di valutazione esterno in quanto pone a confronto diretto il profilo di rischio-rendimento del benchmark del fondo con gli indici di mercato del benchmark dell’investitore.

In pratica, questo confronto consente di rispondere alla domanda: “il benchmark del fondo presenta un profilo di efficienza maggiore o minore di quello rappresentato nel benchmark dell’investitore?”. Il secondo criterio di valutazione del benchmark del fondo si basa sull’analisi delle caratteristiche intrinseche al benchmark stesso.

Più in particolare, ci si può riferire a:

- a) il grado di rischio totale (la deviazione standard);
- b) il grado di efficienza misurato sulle serie storiche *ex post* (il rapporto tra il rendimento medio e la deviazione standard)
- c) le performance attese a un livello di probabilità definito (tipicamente, al 50%, all’84% e al 98%) al tempo dell’investimento.

Per esemplificare, un portafoglio orientato alla stabilità privilegerà un grado di rischio totale basso, un grado di efficienza alto e performance attese a un livello di probabilità alto (per esempio, il 98%); mentre un portafoglio attivo ricercherà i fondi i cui benchmark consentono alte performance attese a un livello di probabilità minore (per esempio, il 50%), a prescindere dall’efficienza e quindi anche con un grado di rischio totale elevato.

Il terzo step della valutazione si concentra sul grado di abilità gestionale totale. I criteri di valutazione prendono in esame le caratteristiche della serie storica ottenuta per differenza dalle serie storiche del managed del fondo e del suo benchmark. Gli elementi che vengono analizzati sono:

- il rischio totale (la deviazione standard che, nel caso specifico, viene anche denominata tracking error)
- il grado di efficienza misurato sulle serie storiche *ex post* (il rapporto tra rendimento medio – la selection – e la deviazione standard);
- la selection attesa a un livello di probabilità definito (tipicamente, al 50%, all’84% e al 98%) al tempo definito;

- il grado di sistematicità del risultato, individuato in base a specifici test di significatività.

Un portafoglio stabile privilegerà la selection con un grado di rischio totale basso, un grado di efficienza alto e performance attese a un grado di probabilità alto con una particolare enfasi circa la sistematicità dell'abilità.

Al contrario, un portafoglio attivo ricercherà i fondi le cui selection consentono alte performance attese a un livello di probabilità minore con un grado accettabile di sistematicità (anche i gestori “fortunati” possono essere approvati), a prescindere dall'efficienza gestionale e quindi anche con un grado di rischio totale elevato.

LA VERIFICA PERIODICA PER IL RIBILANCIAMENTO DEL PORTAFOGLIO

Mantenere nel tempo l'efficienza del piano di investimento

Un volta definito il sistema di controllo dell'investimento, è necessario stabilire quali azioni debbono essere intraprese per mantenere l'efficienza del piano nel tempo (il concetto corrisponde esattamente alla manutenzione ordinaria di un impianto).

L'indicazione quantitativa più "ortodossa" è quella di mantenere il portafoglio inalterato per tutto il tempo del progetto, senza effettuare alcun intervento (buy and hold). Essa trova fondamento nei risultati di diverse ricerche le quali mettono a fuoco l'influenza determinante dell'asset allocation (oltre il 90%) sulla determinazione delle performance di un investimento.

Tuttavia, la stessa ricerca quantitativa ha individuato diverse metodologie che consentono di migliorare l'efficienza complessiva del piano.

Una delle metodologie più utilizzate, per la sua semplicità ed efficacia, è il constant mix, che agisce sulla struttura tattica dell'investimento (il portafoglio dei fondi) e consiste nel riportare, periodicamente, la diversificazione del portafoglio corrente alle medesime percentuali del portafoglio iniziale.

Questa attività produce diversi benefici, innanzitutto quello relativo al controllo del rischio, in quanto consente di mantenere nel tempo il profilo di rischio inizialmente stabilito. Infatti, una variazione percentuale significativa di un fondo, dovuta a contingenze di mercato, potrebbe produrre uno sbilanciamento del portafoglio. Inoltre, l'attività di constant mix consente mediamente di acquistare quando i mercati sono in fase calante e contemporaneamente vendere quando i mercati sono in fase ascendente (buy low, sell high), realizzando un approccio contrarian.

Il vantaggio di ciò è evidente: acquisire un bonus di rendimento, che la ricerca statunitense ha valutato apprezzabile, sfruttando le fluttuazioni dei mercati finanziari senza far ricorso alla pericolosa attività di market timing, dal momento che il constant mix viene realizzato su valutazioni statistiche e non "attive".

La frequenza dei constant mix varia con il grado di rischio (maggiore è il rischio, maggiore è la frequenza), fermo restando che il periodo minimo è quello trimestrale, laddove è possibile prevedere un intervento qualora lo scostamento superi, per esempio, il 10%.

L'esempio presentato nel **Grafico 18** chiarisce gli aspetti tecnici dell'operazione. Le singole componenti crescono nel tempo con percentuali

differenti e questo provoca un cambiamento di pesi delle diverse componenti sul totale.

In particolare, il mercato azionario è cresciuto più del cash, modificando il suo peso sul portafoglio (e il rischio). Vendendo la componente che è cresciuta di più ed acquistando quella che è cresciuta di meno si acquisterà mediamente basso e si venderà mediamente alto (buy low, sell high).

La maggiore efficienza del constant mix verso la strategia buy & hold è riscontrabile nel confronto delle due tabelle esemplificative **9 e 10**

Grafico 18 – Esempio di constant mix

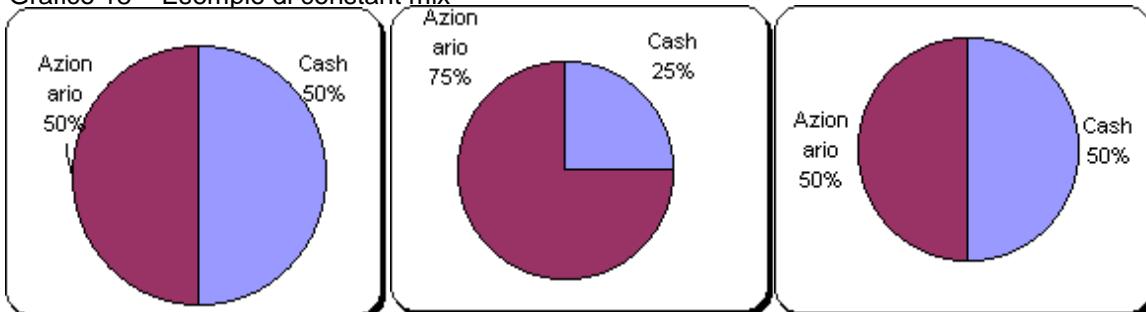


Tabella 9 - La Buy & Hold Strategy: 50%/50%

Periodo	Benchmark mercato azionario	Valore del cash	Valore delle azioni	Valore del portafoglio
0	100	50	50	100
1	80	50	40	90
2	100	50	50	100

Tabella 10 - La Constant Mix Strategy: 50%/50%

Periodo	Benchmark mercato azionario	Valore del cash	Valore delle azioni	Valore del portafoglio	Ribilanciamento Cash	Ribilanciamento Azioni
0	100	50	50	100		
1	80	50	40	90	45	
2	100	45	56,25	101,25		45

Mentre in presenza di un andamento in costante crescita dei mercati azionari risulta più premiante la strategia Buy & Hold rispetto alla strategia Constant Mix come dal confronto delle Tabelle esemplificative **11 e 12**.

Tabella 11 - La Buy & Hold Strategy: 50%/50%

Periodo	Benchmark mercato azionario	Valore del cash	Valore delle azioni	Valore del portafoglio
0	100	50	50	100
1	120	50	60	110
2	140	50	70	120

Tabella 12 - La Constant Mix Strategy: 50%/50%

Periodo	Benchmark mercato azionario	Valore del cash	Valore delle azioni	Valore del portafoglio	Ribilanciamento Cash	Ribilanciamento Azioni
0	100	50	50	100		
1	120	50	60	110	55	
2	140	55	64,16	119,16		55

La valutazione dell'evoluzione normale dell'investimento e le azioni correttive strategiche

Per completare il piano di investimento quantitativo è ancora necessario definire il sistema di controllo che consenta di gestire, durante il viaggio, tutte le inevitabili interferenze di una realtà estremamente complessa e, per questo, assolutamente indomabile. E se un viaggio qualsiasi può riservare innumerevoli sorprese, ci si può figurare quanto possa essere sorprendente una navigazione sui mari dei mercati finanziari internazionali.

Abbiamo più volte evidenziato l'impossibilità di effettuare previsioni sistematicamente corrette circa i mercati finanziari.

Portando questo pensiero alle estreme conseguenze, si potrebbe giungere a una conclusione sconfortante: "A che cosa serve pianificare se la realtà degli investimenti è così complessa e imprevedibile tale da rendere inconcludente qualsiasi attività di pianificazione?". L'errore logico di questa conclusione consiste semplicemente nell'interpretare la pianificazione come previsione: se la previsione ha un'altissima probabilità di fallire essa non serve. In realtà, la pianificazione, nel senso più lato e moderno del termine, implica proprio l'"Inevitabilità" del fallimento della previsione, nel senso che le attività di

pianificazione stesse sono finalizzate a determinare i presupposti proprio della gestione degli scostamenti del piano.

Per questo motivo la pianificazione del controllo degli investimenti non solo non è inutile, ma è assolutamente necessaria.

Il controllo e la revisione strategica

Se l'andamento del benchmark si sviluppa all'interno dei valori (inflazionati) della banda di normalità del sistema di controllo definito inizialmente, non vi è alcun bisogno di intervento. Nel caso in cui si verifica una fuoruscita è necessario cominciare ad indagare sulle fonti che hanno originato la anormalità statistica.

La cause di anomalie contingenti possono riferirsi a due condizioni principali:

- 1) variazione abnorme di singole componenti di mercato e/o
- 2) variazioni delle relazioni tra mercati.

Un esempio del primo caso è dato dalla crisi dei mercati azionari del luglio 1998. Allora si registrò un crash generale dei mercati azionari mentre le relazioni con i mercati obbligazionari non si modificarono. Un esempio del secondo caso, meno eclatante ma, a nostro giudizio, della stessa "magnitudine" del primo, è quello della situazione complessiva dei mercati (azionari ed obbligazionari) originatosi nel marzo 1999, che ha portato una variazione (aumento) generale delle correlazioni tra i mercati, peraltro caratterizzati da perdite seppur contenute.

In questi casi è importante tenere sotto osservazione il fenomeno, attendendo la sua "normalizzazione" ovvero raccogliendo indizi per valutare la necessità di un provvedimento. Nella nostra esperienza, abbiamo verificato che il tempo medio di attesa per determinare un intervento di revisione strategica di un benchmark costruito con modalità efficienti varia, a seconda del grado di rischio, tra i 6 e i 12 mesi.

Una volta accertata la necessità di intervento occorre definire un nuovo piano di investimento e, di conseguenza, una nuova struttura d'investimento sulla base di serie storiche che, intanto, hanno incorporato le nuove informazioni; ciò produce un nuovo diagramma temporale dell'evoluzione del capitale e quindi un nuovo sistema di controllo.

A questo proposito qualcuno potrebbe domandarsi: "A che cosa serve effettuare stime statistiche dell'investimento se poi c'è la possibilità di doverle aggiornare?".

La radice psicologica di questa obiezione è comprensibile perché affonda nel bisogno profondo di "certezza" che risponde a sua volta alla necessità di ridurre o rimuovere del tutto l'ansia dovuta alla insicurezza della vita.

Ciò nondimeno, viviamo immersi in un mondo essenzialmente imprevedibile, dove continuamente, volenti o nolenti, abbiamo a che fare con eventi caratterizzati da probabilità di accadimento.

E il contesto finanziario rappresenta forse il migliore esempio a disposizione di ipercomplessità ed imprevedibilità. A differenza di altri sistemi relativamente meno complessi il sistema finanziario è influenzato da una moltitudine di variabili (fisiche, politiche, economiche, sociali).

In realtà la certezza, lo abbiamo già detto, non è altro che un mito.

La teoria quantitativa delineata in precedenza offre una modalità razionale per la gestione del rischio. Se i modelli statistico-probablistici oggettivi non consentono necessariamente di confermare l'evoluzione di un investimento, lo possono però invalidare, per cui non possiamo far altro che definire una evoluzione attesa e controllare che il fenomeno osservato si accordi o meno con essa.

Il rischio è inseparabile dall'attività di investimento. L'unica maniera razionale per evitare il rischio di un investimento è trasferirlo ad un terzo.

Il rischio non sarà per questo annullato ma sarà qualcun altro a gestirlo, naturalmente in cambio di una remunerazione. Ciò è possibile combinando le strategie tipicamente finanziarie con quelle assicurative.

CONCLUSIONE L'EVOLUZIONE DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

Un salto irreversibile

All'inizio della trattazione è stato descritto come le innovazioni principali e gli "eventi epocali" (Internet, globalizzazione, boom della finanza) abbiano radicalmente mutato la finanza, ampliando in maniera straordinaria le possibilità di soddisfazione delle esigenze della clientela.

Il cambiamento ha innescato reazioni a catena sia sul lato della domanda (il cliente/risparmiatore) sia su quello dell'offerta. Per quanto riguarda quest'ultimo, ci riferiremo soprattutto ai cambiamenti che stanno investendo il mondo dei consulenti in generale (bancari, operatori in titoli ecc.) facendo tuttavia particolare riferimento ai promotori finanziari ed alla loro professionalità.

La tesi è che si sia compiuto un salto irreversibile dal vecchio modo di concepire la professione a un nuovo ruolo che si è recentemente affermato: quello del consulente come advisor finanziario credibile.

Dal lato dei prodotti e dei servizi la via del successo prevede la multicanalità come soluzione integrata tra operatività on line e off line.

Evoluzione del cliente

Da tutte le ricerche disponibili emerge un’immagine coerente del “nuovo investitore” e della direzione evolutiva. In contrapposizione con la “vecchia” polarizzazione delega-autonomia (con un fortissimo sbilanciamento quantitativo verso l’atteggiamento delega), si sta delineando un approccio che potrebbe essere definito “partecipativo”. Nello schema relazionale della delega il cliente si trovava in una posizione debole, era incompetente, consapevole della propria incompetenza, convinto di non essere all’altezza.

In quest’ottica il consulente finanziario (controparte) si trovava in una posizione forte, sicuro di essere il depositario della verità, fiducioso del fatto che il cliente, nel suo atteggiamento di dipendenza emotiva, difficilmente si sarebbe ritenuto in grado di giudicarlo per le sue qualità professionali “da pari a pari”.

Il nuovo investitore si sta evolvendo verso un atteggiamento più maturo, più consapevole, più esigente:

- è più informato;
- è più competente;
- vuole migliorare il suo bagaglio cognitivo;
- è più consapevole delle sue esigenze;
- è più consapevole dei suoi diritti;
- vuole partecipare alla gestione del suo patrimonio, non subirla;
- si sta affrancando dalla sua dipendenza emotiva dalla controparte;
- è più giudicante

Questa evoluzione culturale è stata facilitata da una serie di fattori intrecciati fra loro:

- l’evoluzione tecnologica;
- la dinamica sul fronte dell’offerta (banche online)
- la disponibilità di sempre maggiori informazioni e di sempre più numerose fonti di informazione.

D’altra parte, questi stessi avanzamenti tecnologici hanno il potere di facilitare una risposta adeguata ai nuovi bisogni da parte dell’offerta.

Sarebbe però un grave errore ritenere che la risposta adeguata si riduca all’implementazione e allo sfruttamento dell’asset tecnologico: è necessario che si attui un cambiamento culturale “a monte” da parte dei consulenti finanziari, che devono prendere atto di una serie di elementi:

- l'investitore che sta emergendo è un interlocutore nuovo;
- il processo in corso è irreversibile;
- si impone un ripensamento del ruolo del consulente finanziario;
- la figura del consulente finanziario resta comunque indispensabile (per orientare e per scegliere in un mare di possibilità, di prodotti, di informazioni);
- lungi dall'essere una minaccia, questa rifondazione costituisce una straordinaria opportunità: chi sarà più veloce del processo di "mutazione" acquisirà un significativo vantaggio competitivo.

Come ci si può rappresentare il rapporto cliente/consulente finanziario del futuro?

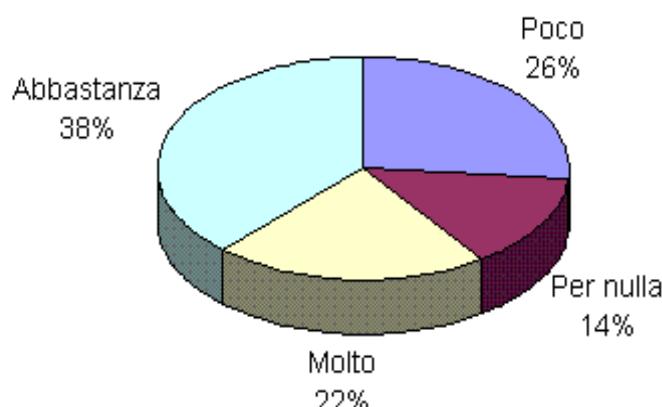
Il nucleo del rapporto risiederà sempre nell'aspetto relazionale, emotivo: l'investitore avrà bisogno comunque di un orientamento, di una guida che lo aiuti a scegliere nel mare magnum delle offerte. Solo che sarà più affrancato, meno dipendente, più competente, più in grado di valutare la professionalità e le proposte di chi gli sta di fronte.

Da fonti di ricerca emerge che la clientela avverte acutamente l'assenza di punti di riferimento precisi, tanto più nelle fasi di elevata volatilità. Ben il 70% dei clienti interpellati afferma di avvertire il problema dell'incertezza sui mercati finanziari. E questo perché la grande volatilità dei mercati e l'overflow informativo generano confusione ed accrescono gli interrogativi dell'investitore.

Se, da un lato, il nervosismo che ne deriva può rendere ancora più problematica la relazione tra cliente e consulente finanziario di fronte a performance poco lusinghiere, dall'altro lo spaesamento e la vulnerabilità del cliente lo rendono ancora più bisognoso di una guida (discorso valido per il 60% del campione), lasciando quindi ulteriore spazio al consulente.

E' stato chiesto agli intervistati in che misura sentissero la necessità, al di là dell'informazione sui media, di disporre di consulenti capaci di orientarli nella scelta di come gestire il loro risparmio. Le risposte sono riassunte nel **Grafico 19.**

**Grafico 19 - La percezione soggettiva della necessità della consulenza finanziaria - Base: 1000 casi
in che misura sente la necessità di avere dei consulenti capaci di orientarla nella scelta di gestire il suo risparmio**



Nella distribuzione delle risposte si può cogliere un chiaro segnale positivo: il bisogno di un punto di riferimento si traduce potenzialmente in un'ottima possibilità di espansione per i consulenti finanziari, visto che circa il 60% degli interpellati è in qualche misura disponibile a valutare la possibilità di avvalersi di un servizio di consulenza in ambito finanziario.

Sembra però altrettanto chiaro che il lavoro da compiere per migliorare la percezione che hanno i clienti della figura del promotore finanziario è ancora grande. Infatti, circa il 50% degli interpellati (il campione è di mille casi) sembra non essere interessato a un contatto con un promotore. Incrociando i due segnali, se il primo dato testimonia l'esistenza di un ampio spazio di consulenza e contemporaneamente il secondo denuncia una scarsa popolarità del promotore finanziario in capo a una quota significativa del mercato, se ne deduce che è il vecchio modello “conservativo” (quello di ampia delega) a non funzionare più.

Al di là delle performance dell'investimento, le tematiche che più interessano all'investitore sono in definitiva quelle in base alle quali si giudica la qualità del servizio del consulente, e precisamente:

- ricevere informazioni chiare e tempestive;
- vedersi proporre idee innovative.

Al cliente interessa, insomma, un tipo di consulenza capace di farsi carico “dei problemi e delle ansie” che generano inquietudine, e che gli garantiscono una partecipazione diretta al processo decisionale.

I risparmiatori non sono più disposti a delegare completamente la gestione dei propri investimenti. Meno che mai quelli che stanno imprimendo il grosso boost alla dinamica di mercato: gli innovatori. O meglio, anche nei casi in cui sono disposti a farlo, non accettano più di essere aggiornati solo periodicamente ed in modo parziale, ma pretendono di dialogare con il consulente finanziario su un piano di parità. E questo perché la cosiddetta “democratizzazione della finanza” ha reso accessibile anche al piccolo risparmiatore, purché s'impegni in un serio percorso di formazione, il patrimonio culturale in campo finanziario che solo cinque anni fa era patrimonio esclusivo dei più abili addetti ai lavori.

Il promotore finanziario secondo il vecchio modello

Le difficoltà e i problemi che emergono nella percezione del servizio del promotore finanziario da parte del cliente non sono altro che il riflesso di un problema sia culturale sia psicologico che molti promotori stanno vivendo.

Si tratta di un disagio profondo, perché molti promotori finanziari avvertono distintamente che, con l'avvento delle ultime novità di settore, il tipo di approccio e il modello relazionale che erano abituati a instaurare con la clientela vengono messi profondamente in discussione. L'impatto di tali novità investe, infatti, direttamente la centralità del consulente finanziario dal punto di vista del cliente. E si trattava di un cliente che, stando al vecchio modello, doveva essere facoltoso e il più possibile propenso alla delega e comunque non troppo informato.

Nella visione del campione di promotori finanziari interpellati, se l'obiettivo è quello di rassicurare l'investitore in una beata dipendenza, le informazioni saranno selezionate sulla base del principio di *formire la speranza, allontanare la paura*. Le informazioni sono, quindi, dirette ad impedire il cambiamento o a favorire quello voluto dal promotore.

Questa conclusione è tanto più preoccupante in quanto il campione di promotori interpellato appartiene alla fascia giovane (31-42 anni).

La fascia ipoteticamente più dinamica della professione (non solo, dunque, la vecchia guardia, come verrebbe da pensare) è intrappolata in una visione basata sulla “mortificazione della curiosità e della competenza dell'investitore”.

La ricerca sintetizza il concetto affermando che “il promotore non incoraggia l'informazione autonoma dell'investitore, anzi la scoraggia e, spesso, la condanna come pericolosa. Il buon cliente si fida, non va indagando sulle scelte del promotore finanziario”.

Questo schema di ragionamento, basato sulla massima passività del cliente, non tiene più di fronte ad un investitore evoluto e preparato.

Come cambia la professione del consulente finanziario

Se il vecchio modello non funziona più è inutile rimpiangerlo. Meglio darlo per perso, cercando piuttosto di capire quali possano essere in concreto gli elementi su cui formulare con successo la professione del promotore.

Premettiamo innanzitutto che gli elementi di forza che hanno premiato il cliente (internet, globalizzazione dei mercati e tutta quella serie di fenomeni complessi che abbiamo chiamato “rivoluzione dell'informazione”) possono

allo stesso modo essere alla base di un processo di empowerment e di rilancio di questa figura professionale. Oggi, infatti, sono disponibili sul mercato strumenti assolutamente impensabili fino a pochi anni or sono, in grado di creare un elevatissimo valore aggiunto in capo al consulente finanziario.

In primo luogo, l'informazione è disponibile in maniera molto più massiccia e può accrescere enormemente le potenzialità di consulenza. Il discorso vale sia in termini di informazione in continua (dalle quotazioni in tempo reale alla velocità con cui sono disponibili notizie sui dati di bilancio ecc.) sia in termini di ricerca (studi approfondimenti sui mercati e sulle società). In quest'ultimo caso, poi, le imprese producono ricerche che si stanno moltiplicando enormemente, e il consulente può allestire un servizio multibranding con cui andare ad aggiornare se stesso e, allo stesso tempo, girarlo ai propri clienti.

Ma il vero salto di qualità per il promotore è rappresentato dall'obiettività: il suo prestigio è direttamente proporzionale alla credibilità e alla professionalità con cui fornisce il servizio.

Ora che la catena del valore tende a frammentarsi e la distribuzione percorre un'orbita indipendente rispetto alla produzione, viene meno anche il vincolo di promuovere i prodotti di casa.

Oggi le reti vincenti sono quelle che dispongono di una strategia effettivamente multibranding, che dà centralità al cliente e alle sue esigenze.

Negli ultimi tempi il numero di prodotti e strumenti finanziari disponibili per gli investitori è letteralmente esploso. E l'esuberanza dal lato dell'offerta ha aumentato la concorrenzialità sul mercato vanificando i margini che in precedenza proteggevano i singoli operatori. Oggi non ci si può limitare a offrire prodotti della casa, validi per la clientela consolidata: ora che la clientela affluent si sta abituando a fare shopping tra i prodotti più diversi, i consulenti devono poter avere gli strumenti per costruire anche profili di investimento adatti a questa tipologia di cliente. Le reti vincenti saranno quelle che sapranno implementare con successo una strategia multibranding, sia sul piano dei prodotti sia su quello dei servizi.

Con una gamma di prodotti così allargata diventa importante avere un metodo obiettivo con cui analizzare i bisogni del cliente. Per questo si sta imponendo con forza il *financial planning* come strumento obiettivo per individuare quale sia il profilo di investimento che meglio rispecchi le caratteristiche del cliente.

Il vantaggio del financial planning è quello di rappresentare una sorta di "marchio di qualità" dell'advice, evitando il rischio dei consigli *naive*.

Una volta individuata la taratura ottimale dei parametri da usare per misurare le esigenze, è altrettanto importante potersi avvalere dei tool più appropriati per replicare la strategia d'investimento prescelta tramite un set di strumenti finanziari individuati ed acquistati tra tutti quelli disponibili sui mercati.

Un compito laborioso e delicato, che può essere svolto con obiettività e precisione con gli ultimi tool tecnologici messi a disposizione dei consulenti finanziari più evoluti:

- motori di ricerca di titoli;
- motori di ricerca di fondi;
- sistemi di monitoraggio degli investimenti.

Una volta impostati i parametri, i primi due strumenti servono proprio a selezionare rispettivamente i singoli titoli o, nel secondo caso, i fondi o compatti che corrispondono meglio al profilo di investimento prescelto.

Una volta creato il portafoglio l'ultimo tool serve a tenere costantemente sotto osservazione le performance dei titoli (compatti e/o fondi) in esame, segnalando tutti gli scostamenti dal tipo di andamento supposto a livello teorico dai modelli previsivi.

E' del tutto evidente che con un cliente maturo, che può vantare cioè un profilo e una preparazione di gran lunga più robusti di un tempo, sarà più interessante, ma molto meno comodo, fare affari rispetto a quanto avveniva nel quadro del vecchio schema della delega.

E questo perché in una relazione di tipo partecipativo il consulente finanziario ha molti meno gradi di libertà, essendo molto più seguito nelle proprie scelte rispetto al passato.

Di fronte alle classiche situazioni critiche, come un cattivo andamento delle borse e/o un'elevata volatilità, il rischio è che emerge in modo piuttosto netto un certo grado di insoddisfazione del cliente nei confronti di un consulente finanziario rimasto com'era prima della rivoluzione della multicanalità e delle nuove tecnologie.

Nel caso in cui il consulente abbia invece "sposato" la nuova tendenza partecipativa della clientela, avrà impostato le scelte di investimento su un piano di parità, ovvero sulla condivisione delle strategie finanziarie, con continui aggiornamenti e (eventualmente) apportando le correzioni necessarie. In questo caso, al di là delle performance, ogni step viene discusso o è comunque continuamente verificabile in perfetta trasparenza.

Si eviterà così di ricadere nel punto debole della figura del promotore finanziario di vecchio stampo, che veniva spesso percepita come quella di mero venditore di prodotti, e accompagnata dal sospetto continuo di una contrapposizione tra il tornaconto del venditore e gli interessi dell'investitore-cliente.

Cerchiamo di approfondire quest'ultimo aspetto, perché, come abbiamo cercato di circostanziare in tutto lo svolgimento del lavoro, questo tema rappresenta la questione cruciale per capire come il promotore finanziario possa tornare a essere una figura professionale prestigiosa e di successo nel mutato contesto finanziario.

Il cliente-finanziario si trova oggi in una situazione paradossale. Nonostante le grandi opportunità che gli si sono dischiuse grazie alla democratizzazione della finanza (che, tra le altre cose, lo ha messo in una situazione di vantaggio strategico relativo rispetto al consulente), egli è comunque chiamato ad una

scelta. Da un lato, l'abbondanza di informazione finanziaria lo pone teoricamente in una posizione di affrancamento rispetto al bisogno di intermediazione che caratterizzava l'epoca dei borsini, dall'altro quello che continua a essere difficile è convogliare tale ricchezza di informazione nell'ambito di un processo decisionale il più possibile oggettivo ed efficace.

La soluzione non può che essere una via intermedia tra le due posizioni estreme (disintermediazione totale o ampia delega). Dato per acquisito che, d'ora in poi, il cliente "sprovveduto" che delega ogni aspetto decisionale in termini di investimento sarà solo un pallido ricordo, occorre che il consulente finanziario riconosca al suo interlocutore la piena sovranità di decidere quale sia il grado ottimale di supporto e d'intervento che meglio si attagliano alle sue esigenze di cliente.

La scelta se avvalersi o meno dell'attività del consulente finanziario è rimessa esclusivamente al cliente, che può decidere di operare:

- in completa autonomia, attraverso Internet e gli altri canali diretti;
- in autonomia ma con l'ausilio di esperti;
- esclusivamente attraverso il consulente finanziario.

E, anche se una relazione alla pari con il cliente è senza dubbio impegnativa, trasformare in una figura di consulenza il cuore della professione del promotore finanziario la apre a tutta una serie di stimoli e di opportunità forse meno protetti ma, indubbiamente, anche in termini reddituali e di successo.

Il nuovo ruolo di consulente-advisor accredita infatti il promotore come figura indipendente e oggettiva: un interlocutore che fa dell'interesse del cliente il proprio interesse, un advisor con cui mettere a punto in piena condivisione le proprie strategie di investimento. Non va dimenticato infatti che, nonostante tutte le nuove opportunità che gli si sono aperte, il cliente è comunque disorientato di fronte alla complessità della dinamica dei mercati e sente tuttora il bisogno di punti di riferimento che contrastino l'incertezza e facciano da supporto psicologico, ruolo che il consulente finanziario da sempre rappresenta agli occhi della clientela, e che da sempre decreta (o meno) il suo successo.

Il futuro è nella condivisione – di metodo e di merito – delle strategie d'investimento, e nell'instaurazione tra le due controparti di un rapporto di sintonia ancora più saldo di prima. Trasparenza e continuo allineamento sulle dinamiche d'investimento possono creare, al di là della semplice misurazione delle performance, un dialogo fattivo: un aspetto che era assolutamente carente quando la disparità delle competenze tra cliente e consulente finanziario veniva a costituire una barriera difficilmente valicabile.

Questo futuro si concreta in una rete di consulenti che attuino una strategia multicanale, in grado di interagire con la clientela sia online che off line, che abbini alla propria esperienza la possibilità di avvalersi di tutti i tool tecnologici, l'informazione in tempo reale, le ricerche multibrand.

Ma la variabile strategica per avere successo è la credibilità: grazie a essa l'approccio al cliente acquista una maggior levatura, cresce il prestigio della professione e questa può affrancarsi dai limiti che nel vecchio modello suscitavano la diffidenza dei potenziali clienti.

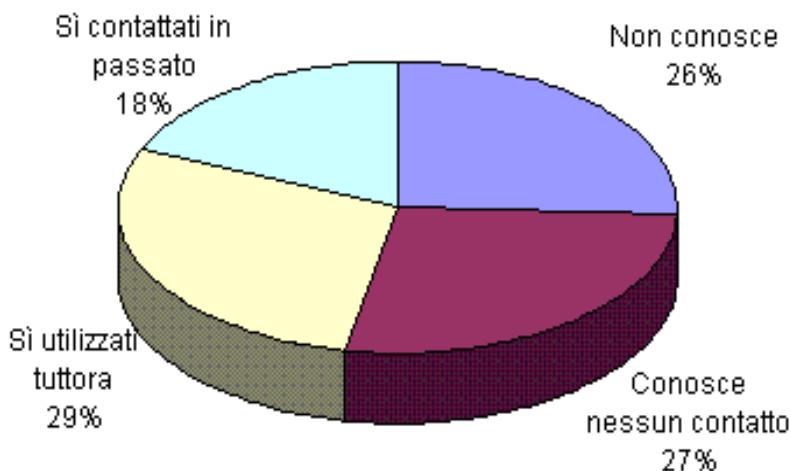
Il nuovo promotore-consulente avrà così nuove frecce al proprio arco, pronto ad aggredire nuovi segmenti di mercato e ad ampliare le quote acquisite.

Le potenzialità, come suggerisce il **Grafico 20**, sono enormi.

Complessivamente il 47% dei risparmiatori del campione ha avuto qualche contatto con consulenti o promotori finanziari, contro un restante 53% che non ha mai avuto alcun contatto o addirittura non li conosce neppure come figure di riferimento. Quasi il 30% degli intervistati conosce il ruolo e le potenzialità dei promotori finanziari (e quindi li tiene in considerazione) ma non è mai stato contattato.

Questo 30% rappresenta un numero enorme di potenziali clienti contattabili, clienti di nuovo profilo, fortemente motivati e desiderosi di un rapporto alla pari con il consulente. Il salto di mentalità è potente, ma la posta in gioco è troppo allettante perché si possano ammettere atteggiamenti conservativi alla vecchia maniera. Una piattaforma aperta, con possibilità di integrare l'offerta online di prodotti e servizi con quella tramite rete di consulenti, sembra emergere sempre più come soluzione vincente per gli anni a venire.

Grafico 20 - Base 1000 - La popolarità dei consulenti finanziari
Lei conosce, anche solo per averne sentito parlare, le figure dei consulenti o promotori finanziari?



BIBLIOGRAFIA

F.Miglioli, G. Megale, S.Sorgi, Il planning della finanza personale
Il Sole 24 Ore

