

# I PORTAFOGLI D'INVESTIMENTO

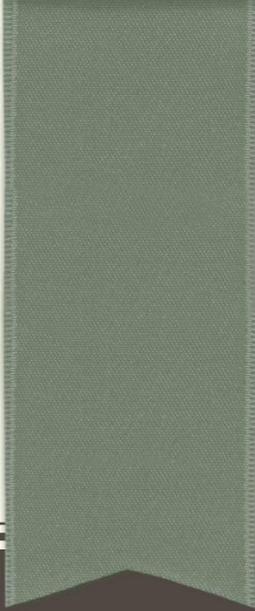
Tecniche di costruzione  
e di valutazione nel tempo



# Argomenti della serata

---

- Concetti introduttivi
- Gli obiettivi dell'investitore
- Le regole operative
- Selezione degli assets
- Costruzione del portafoglio



---

# CONCETTI INTRODUTTIVI

---

# Cosa deve fare un gestore

---

- Conoscere o costruire uno scenario probabile/possibile di sviluppo dei mercati
- Costruire una frontiera efficiente che sia coerente con lo scenario prescelto

# Lo scenario dei mercati

---

Non è possibile **conoscere** il futuro,  
possiamo solo **stimarlo**

La stima dello sviluppo non può che  
avere un'origine statistica, utilizzando i  
rendimenti medi storici e la deviazione  
standard dei rendimenti

# Quindi la stima

---

Passa attraverso più combinazioni di indici globali, differenti per una diversa ponderazione. Per esempio

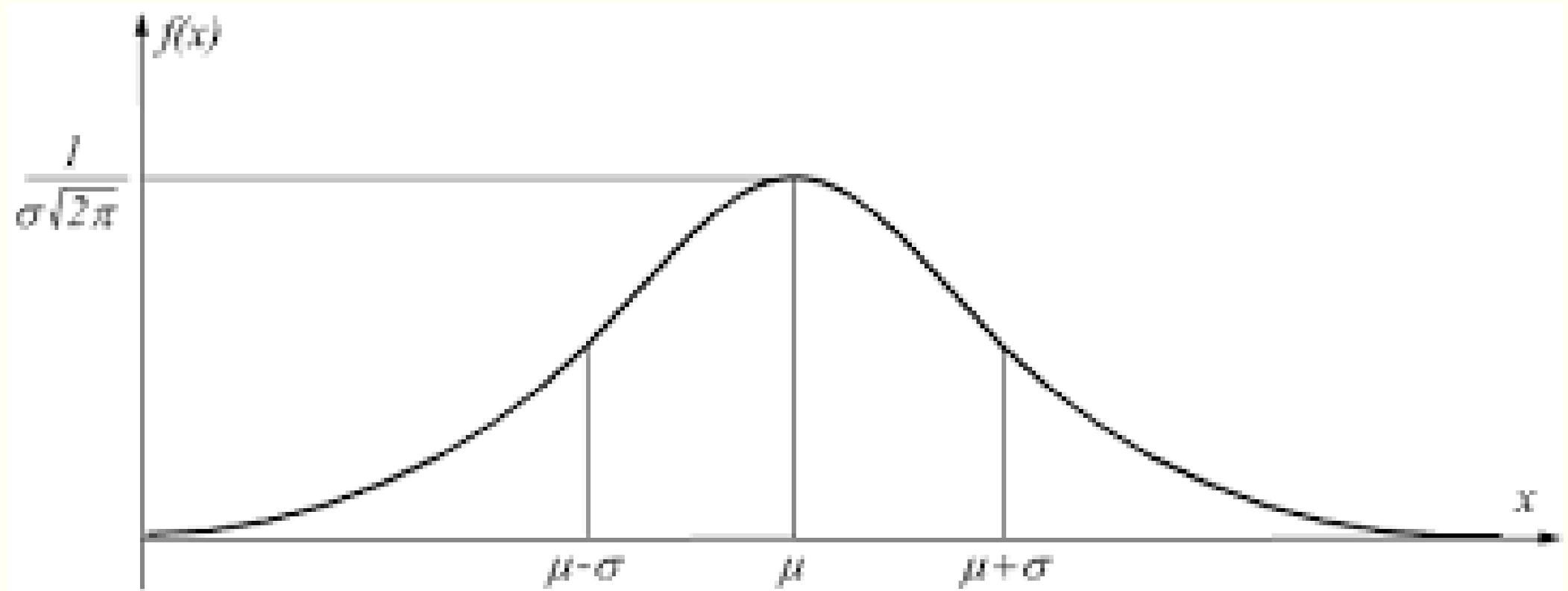
- Indice Obbligazionario a breve termine
- Indice JPM Euro
- Indice MSCI AC World

E, per ciascuno di essi, è possibile calcolare il rendimento e il rischio di un periodo passato e stimare il possibile sviluppo futuro, nell'ipotesi che l'andamento rientri negli schemi del periodo analizzato.

# Dobbiamo, però, sapere che

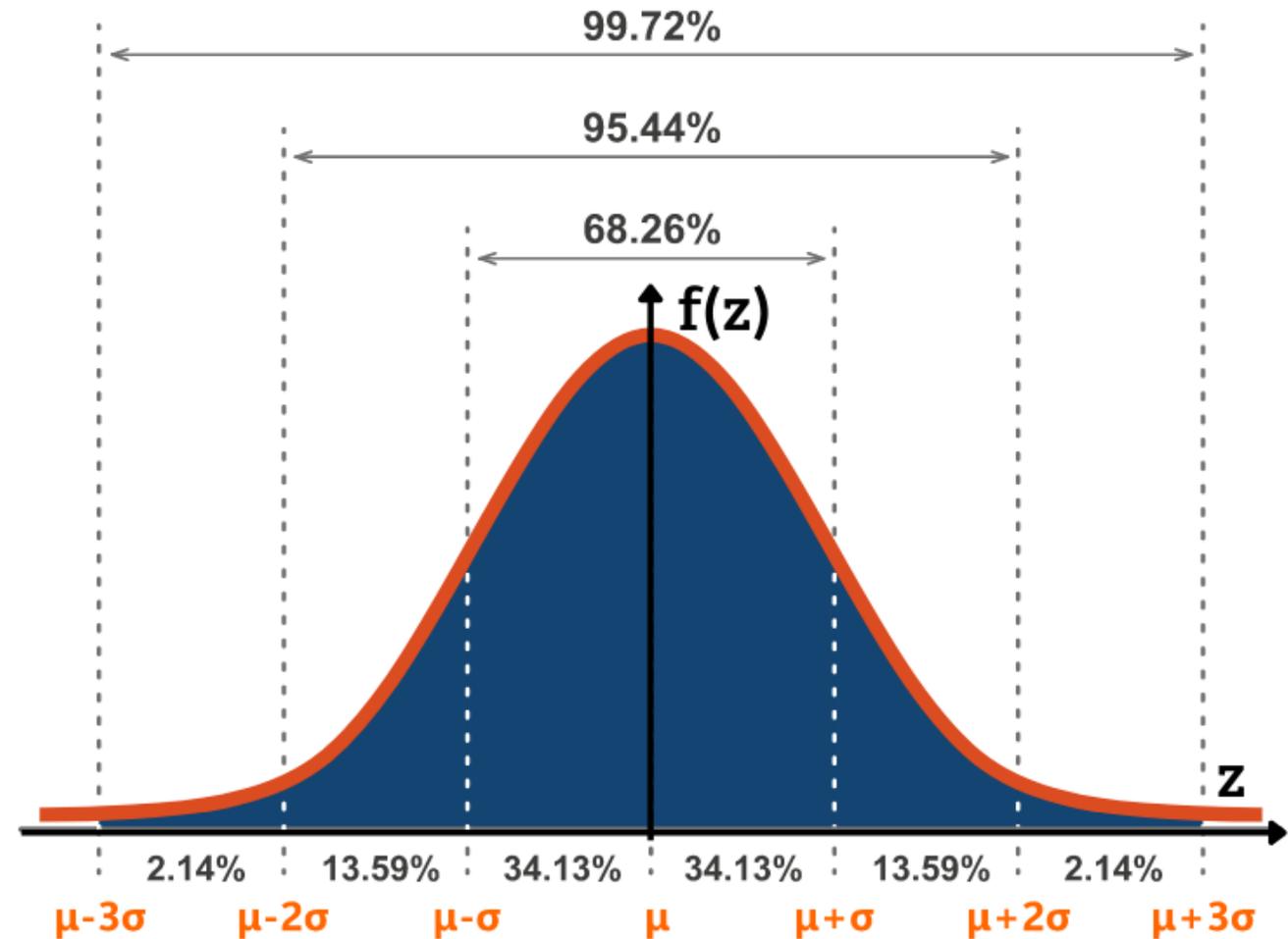
---

La distribuzione dei rendimenti avviene secondo uno schema statisticamente «normale», del tipo



# O, meglio ancora,

---



# Questo cosa significa per noi?

---

Prendiamo, per esempio, come riferimento, il periodo 30 giugno 2024 – 30 giugno 2025: i risultati dei tre indici considerati sono stati:

Indice	Rendimento medio annuale	Deviazione standard
MTS – Tasso monetario	2,88%	0,14%
JPM EMU	4,11%	4,30%
MSCI AC World	6,08%	16,10%

# E allora?

---

Ma noi non compreremo mai un indice, ma investiremo in strumenti finanziari, semplici o complessi che siano.

Un passaggio intermedio, sarà quello di disegnare uno scenario atteso, sempre con rendimenti e rischi calcolati, distribuito su un insieme di alternative di investimento: per esempio:

- 100% monetario
- 50% monetario e 50% obbligazionario
- 100% obbligazionario
- 90% obbligazionario e 10% azionario
- 80% obbligazionario e 20% azionario
- 65% obbligazionario e 35% azionario
- 50% obbligazionario e 50% azionario
- 25% obbligazionario e 75% azionario
- 100% azionario

# I rendimenti e le deviazioni standard sono state

---

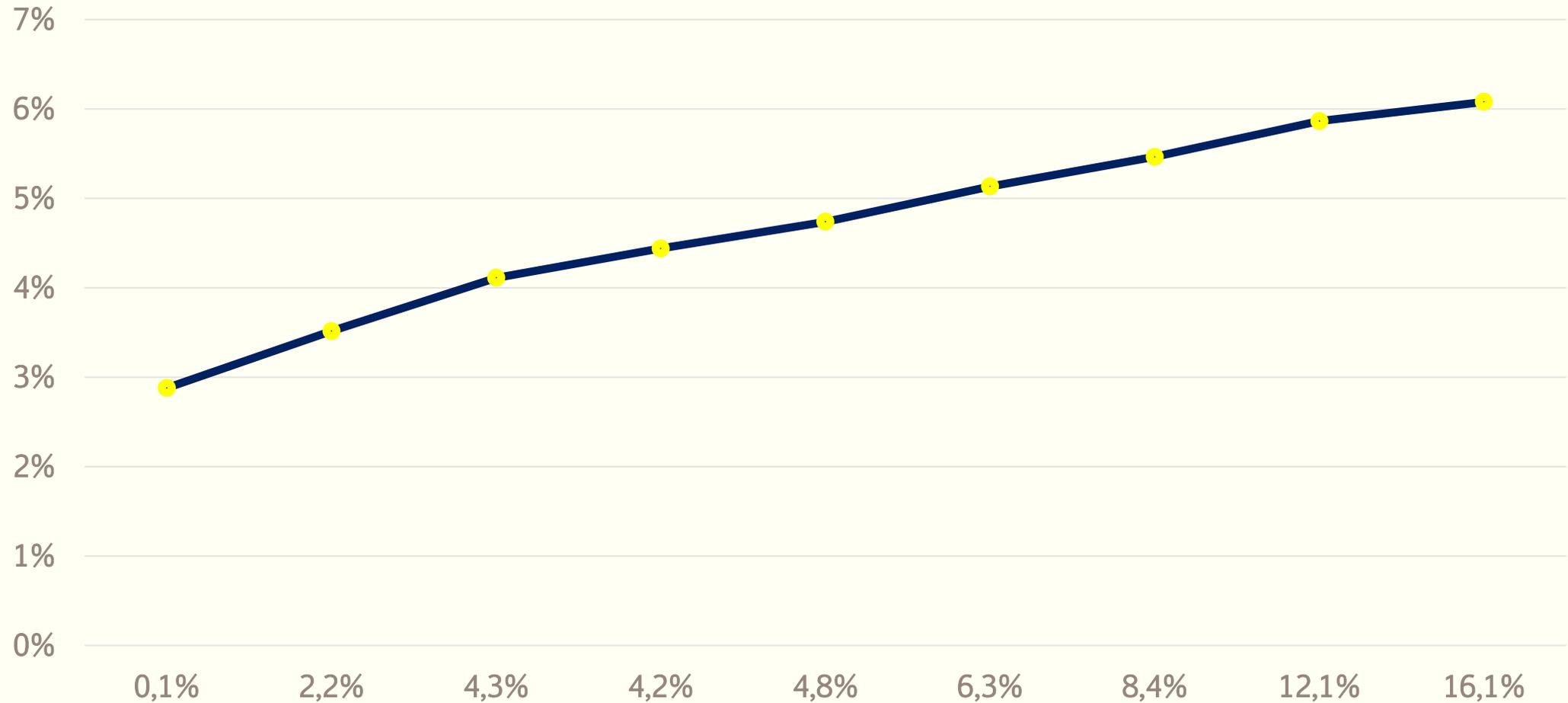
---

Composizione portafoglio	Rendimento medio annuale	Deviazione standard
100% Monetario	2,88%	0,14%
50% Monet. e 50% Obblig.	3,52%	2,16%
100% Obbligazionario	4,11%	4,30%
90% Obblig. e 10% Azionario	4,44%	4,22%
80% Obblig. e 20% Azionario	4,74%	4,76%
65% Obblig. e 35% Azionario	5,13%	6,35%
50% Obblig. e 50% Azionario	5,46%	8,38%
25% Obblig. e 75% Azionario	5,87%	12,15%
100% Azionario	6,08%	16,10%

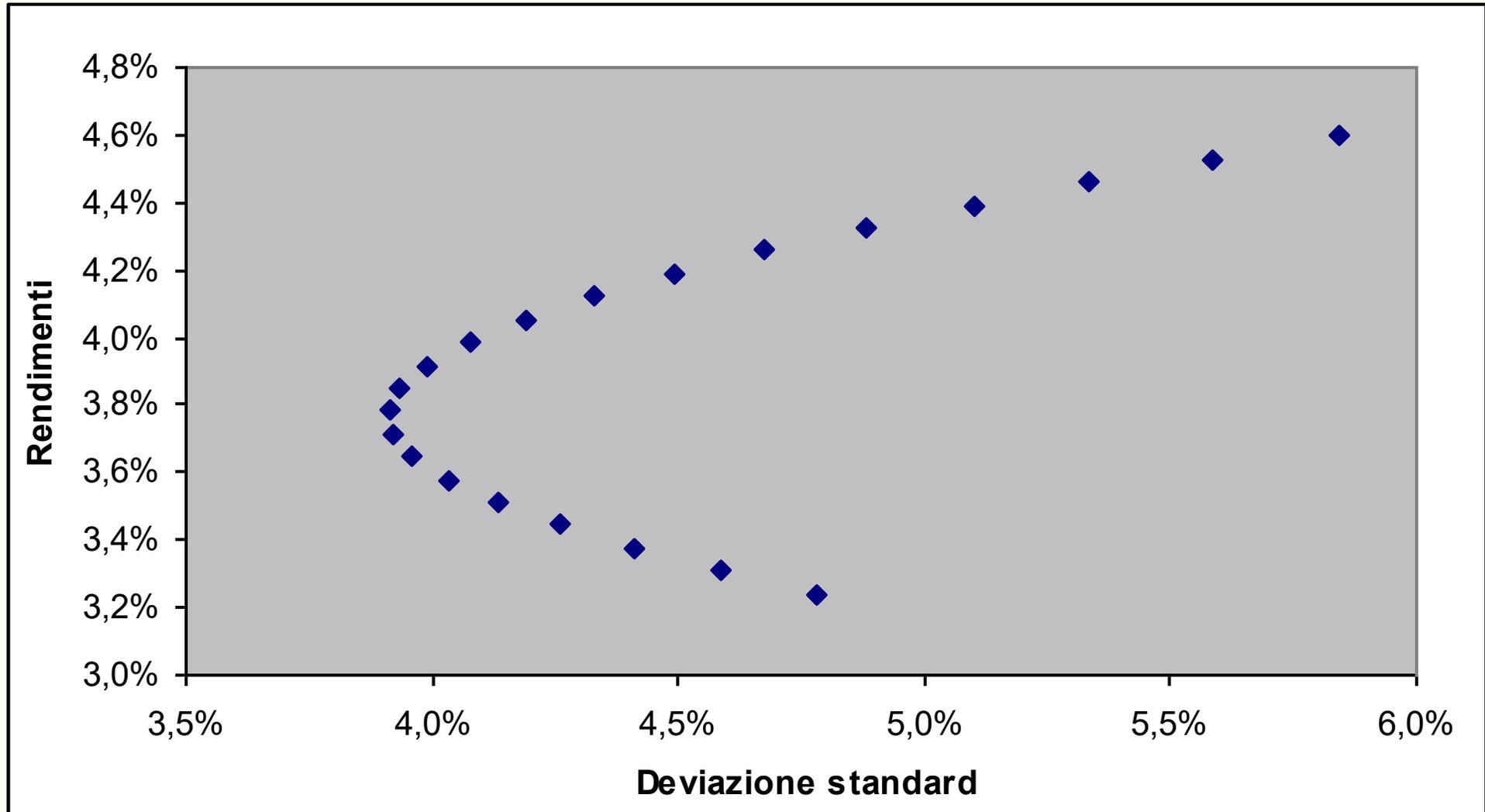
# Eccoli in grafico

---

---



# Stiamo, quindi, cercando di disegnare la frontiera efficiente



# Quando, per frontiera efficiente si intende

---

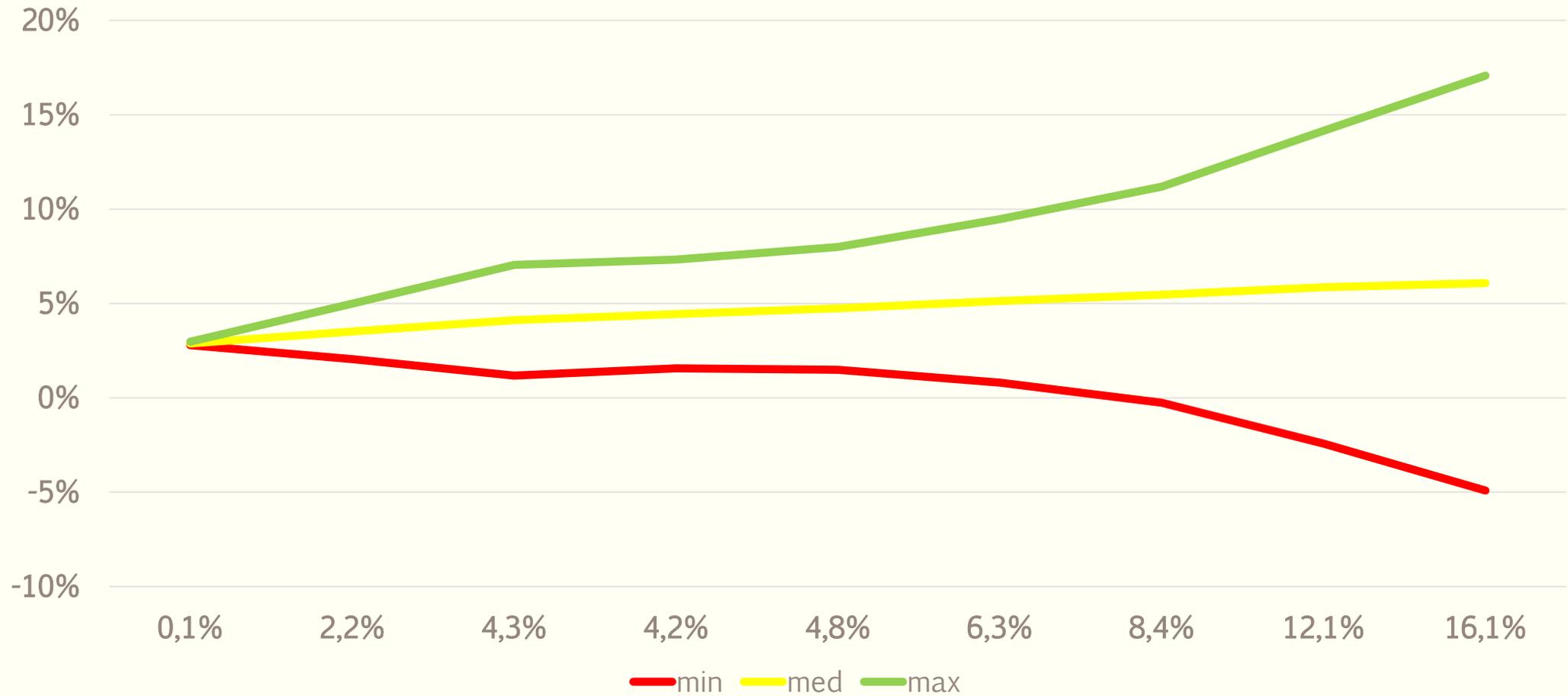
Quella rappresentazione grafica che rappresenta tutte le diverse combinazioni possibili di rischio-rendimento (**portafogli**) ottenibili cambiando le proporzioni (**pesi**) con le quali le attività rischiose entrano nel portafoglio.

# Ma, attenti!!!

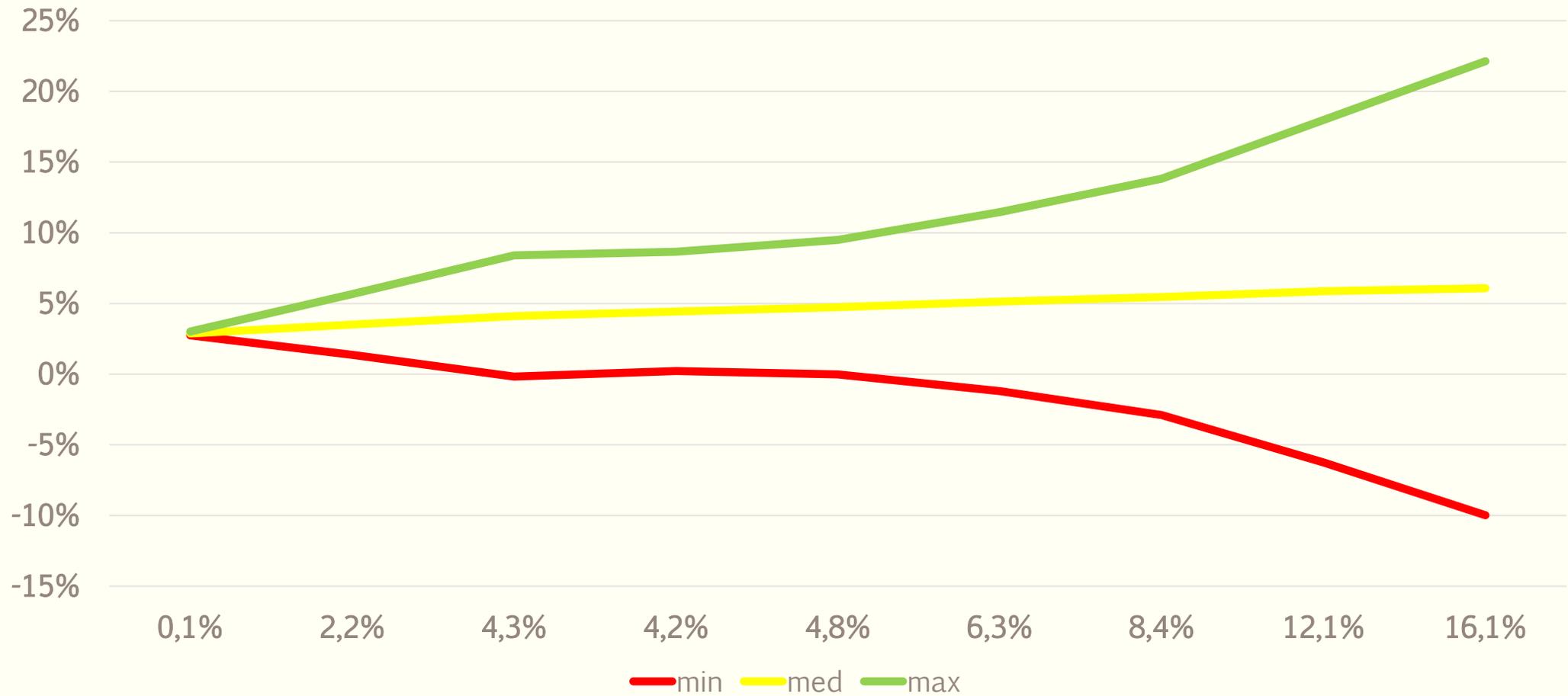
---

Qui abbiamo rappresentato solo i valori medi dei rendimenti, mentre, in realtà, le medie sono solo dei punti di riferimento ed occorre considerare anche l'effetto della volatilità, quindi rettificare i valori attesi utilizzando la deviazione standard, secondo lo schema della slide 10.

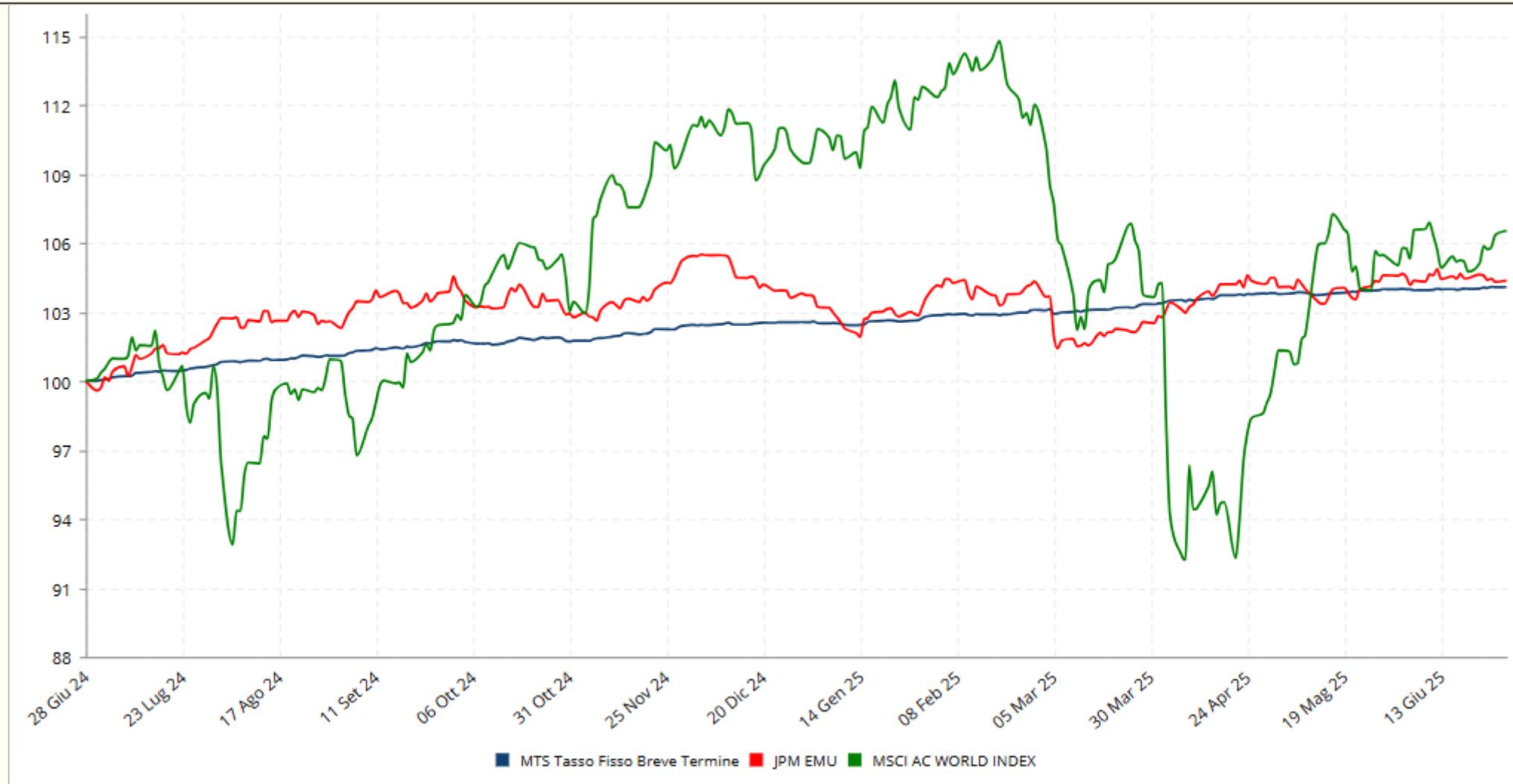
# Otterremo, così



# Se non, addirittura



# Ma attenti, però, perché ....



# Ma attenti, però, perché . . . .

---

Sebbene i risultati medi conseguiti dai tre indici siano tutti positivi: MTS Monetario +2,88%, JPM Emu +4,11%, MSCI AC Word +6,08%, è sempre stato possibile guadagnare di più o perdere, sebbene il valore complessivo sia stato positivo.

Così l'indice **MTS Monetario** ha fatto segnare una **perdita parziale dello 0,21%**

La **perdita parziale**, conseguita dall'indice **JPM Emu** è stata pari al **3,88%**

L'indice **MSCI AC Word** ha, invece, conseguito una **perdita parziale del 19,67%** (tra il 19/2 e il 7/4, ma anche un **extra-rendimento del 23,60%** tra il 5/8/2024 e il 19/2/2025).

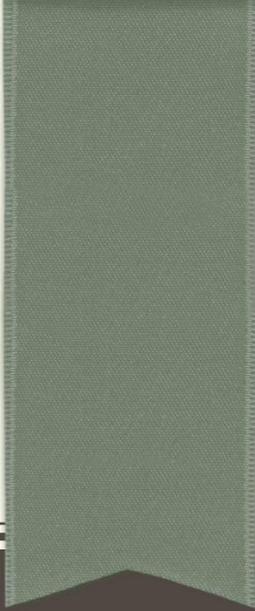
Le medie indicano una tendenza, ma non il risultato completo.

# Per proseguire

---

Abbiamo stabilito quello che riteniamo essere uno scenario attendibile per il periodo considerato (nel nostro caso un anno).

A questo punto possiamo passare a valutare il rischio che il nostro investitore vuole correre per raggiungere un livello di rendimento da lui ritenuto accettabile.



---

# GLI OBIETTIVI DELL'INVESTITORE

---

# Cosa deve fare un gestore

---

- ✓ Conoscere o costruire uno scenario probabile/possibile di sviluppo dei mercati
- ✓ Costruire una frontiera efficiente che sia coerente con lo scenario prescelto
- ✓ Individuare il livello di rischio accettato dall'investitore

# Il livello di rischio accettato

---

La ricerca viene effettuata utilizzando un **questionario** che tutti gli intermediari sono obbligati a far compilare dal proprio cliente.

Il questionario deve contenere domande che riguardano:

- Informazioni personali
- Conoscenza ed esperienza in materie economico-finanziarie
- Situazione finanziaria
- Sensibilità al rischio ed obiettivi d'investimento

Le risposte sono tutte chiuse e a ciascuna di essa viene assegnato un punteggio che farà parte del criterio di valutazione del cliente.

Il punteggio conseguito consentirà il collocamento del cliente all'interno di uno schema che contiene tutte le alternative possibili.

# La parola al gestore

---

A questo punto il gestore sarà in grado di presentare al cliente la propria valutazione della sua posizione e gli potrà consigliare una «**linea di gestione**» che possa essere coerente, per rischio procurato e per durata, con le aspettative del cliente.

# Scheda di presentazione: prima parte

---

---

**Claudio**

## **CONOSCENZA ED ESPERIENZA**

Il Cliente ha ricevuto una discreta formazione finanziaria specifica, attraverso gli studi e/o l'esperienza lavorativa. Manifesta un forte interesse all'aggiornamento e capacità nella valutazione delle alternative. Evidenzia un'ottima conoscenza dei mercati e degli strumenti finanziari e una solida esperienza d'investimento. Tende ad avere un'alta movimentazione/rotazione dei suoi investimenti.

## **SITUAZIONE FINANZIARIA**

#VALORE!

# Scheda di presentazione: seconda parte

## PROFILO DELL'INVESTITORE E OBIETTIVI DI INVESTIMENTO

Il Cliente manifesta una propensione ad accettare il rischio di volatilità e il rischio di perdita a termine su una quota non superiore al 30% del capitale investito. Ha una corretta valutazione del rischio sia di volatilità sia di perdita a termine ed un approccio neutrale alla scelta degli investimenti. In sintesi, esprime una sensibilità al rischio sostanzialmente corretta, tale da risultare neutrale verso una configurazione del portafoglio d'investimento aperta, sebbene in quantità ridotte, anche a strumenti a maggiore contenuto di rischio.

Il suo orizzonte d'investimento preferito è a medio termine.

Il Cliente preferisce politiche d'investimento che privilegino la tempestività e l'incisività degli interventi, senza restare invischiati da propensioni protettive o attendistiche. Predilige obiettivi d'investimento a contenuto livello di rischio.

I suoi obiettivi possono essere così sintetizzati:

OBIETTIVI	PATRIMONIO INVESTIBILE	PRIORITA'	PERIODO INVESTIM.	RISCHIO	PORTAFOGLI CONSIGLIATI
<b>TOTALE</b>	€ -				

## Scheda di presentazione: terza parte

---

---

### VALUTAZIONE COMPLESSIVA

In sintesi, sulla base di quanto emerso dal questionario sul quale è strutturata questa valutazione, il Cliente ha una propensione al rischio di classe 6 (sulle 9 previste), che corrisponde al 6,77% di deviazione standard dei rendimenti annuali e al 0,99% di VaR mensile.

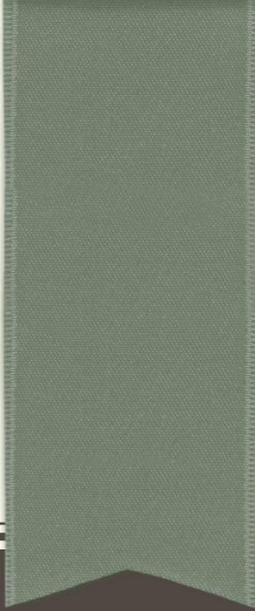
Tale valore non rispetta quanto espresso dalla consistenza del patrimonio investibile ed è stato, pertanto, forzato sul valore del 0,89%, comportando una riduzione della deviazione standard al 6,03% corrispondente alla classe 6.

Relativamente agli obiettivi espressi e alla loro caratteristiche di rischio e di tempo è stato costruito un piano finanziario personalizzato che consenta il raggiungimento degli stessi, con le probabilità statistiche coerenti con i livelli di priorità avanzati.

Nella colonna "Portafogli Consigliati" vengono indicati i codici dei portafogli abbinati in coerenza con le caratteristiche degli obiettivi.

# Valutazione finale degli obiettivi del cliente

Parte	Denominazioni	Coefficienti	Pesi				
3	Informazioni Personali	0,90	1				
4	Conoscenza ed Esperienza	1,10	3				
5	Situazione Finanziaria	1,02	2				
	Coefficiente di compensazione	1,04					
	Coefficiente utilizzato	1,00					
6	Propensione e sensibilità al rischio	1,00	<b>Intervalli di riferimento</b>		<b>Intervalli</b>		
	<b>PROPENSIONE COMPLESSIVA</b>	<b>1,00</b>	<b>min</b>	<b>max</b>	<b>C</b>	<b>min</b>	<b>max</b>
	classe	6	0,94	1,02	1	0,55	0,63
	portafoglio	F	5,56%	7,36%	2	0,63	0,71
	che corrisponde al	6,77%	di dev. std		3	0,71	0,79
	con un rendimento del	-0,18%			4	0,79	0,86
	e al	15,94%	di VaR	annuale	5	0,86	0,94
		0,99%	di VaR	giornaliero	6	0,94	1,02
	Data la situazione patrimoniale	0,89%	di VaR	giornaliero	7	1,02	1,10
	pari ad una deviazione standard di	6,03%	0,01%	0,88%	8	1,10	1,18
	che lo collocano nella classe	6			9	1,18	1,26
	corrispondente al portafoglio	F					



---

# LE REGOLE OPERATIVE

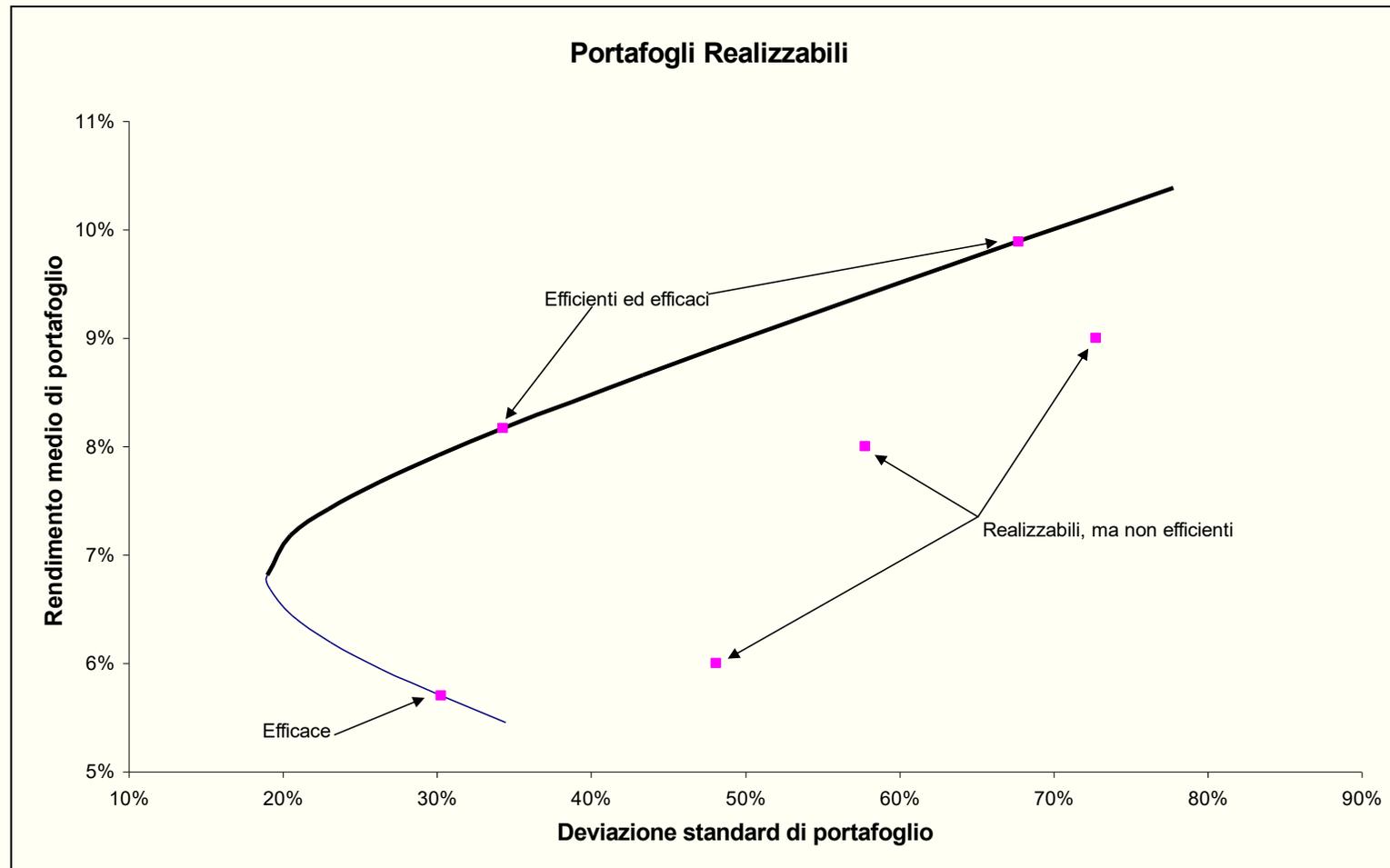
---

# Come muoversi

---

Ora che abbiamo stimato lo scenario, conosciamo la propensione al rischio del cliente e lo abbiamo informato che nulla è sicuro, possiamo procedere con la costruzione del **portafoglio personalizzato**, che sia il più vicino possibile alla **frontiera efficiente**.

# Ipotesi di portafogli



# Continuiamo col nostro esempio

---

Portafoglio espresso dal questionario → 65% obbligaz.+35% azionario

Dobbiamo allora decidere le componenti delle due sezioni

- Nella componente **obbligazionaria**:
  - Breve o lungo?
  - Titoli di stato o corporate?
  - Obbligazioni o ETF?
  - Italiani o internazionali?
  - Con o senza il rischio cambio?

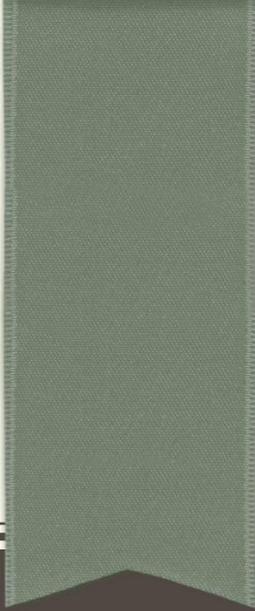
# Continuiamo col nostro esempio

---

Portafoglio espresso dal questionario → 65% obbligaz.+35% azionario

Dobbiamo allora decidere le componenti delle due sezioni

- Nella componente **azionaria**:
  - Azioni o Fondi/ETF/ETC?
  - Italiani o internazionali?
  - Geografici o Settoriali?
  - Presenti strumenti derivati?
  - Con o senza il rischio cambio?



---

# SELEZIONE DEGLI STRUMENTI

---

# Per procedere

---

Occorre avere stime credibili dello sviluppo (anche solo relativo) delle singole componenti rispetto allo scenario generale.

# Tornando al nostro esempio

---

Componente obbligazionaria: deve pesare, nel suo insieme almeno il 65% del portafoglio.

Possiamo suddividerla così:

- 10% Liquidità
- 20% Titoli di Stato (BTP)
- 20% Obbligazioni Corporate
- 10% Obbligazioni High Yield
- 5% ETF Global Inflation Linked

# Tornando al nostro esempio

---

Mentre, la componente azionaria, che deve pesare, nel suo insieme al massimo il 35% del portafoglio, può essere così suddivisa:

- 5% Fondo flessibile
- 5% ETF Azionario Asiatico
- 10% ETF Azionario internazionale settoriale
- 15% ETC Oro fisico

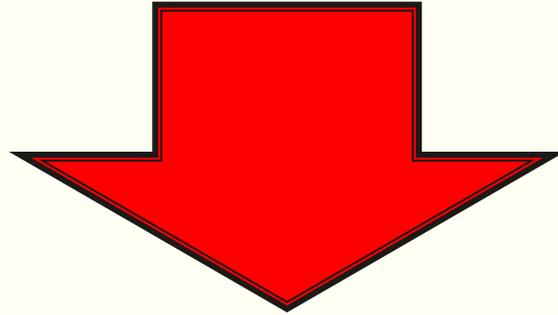
# In sintesi, quindi, gli strumenti selezionati sono

Descrizione	Tipologia	Peso teorico
Euro	Liquidità	10%
BTPi 4/6/25-32 1,85% (FOI)	Titolo di Stato	10%
BTP Più 25/2/25-33 Put Set-up	Titolo di Stato	10%
IVS Group SA 18/10/2026 3%	Obbligazione Corporate	10%
WIIT Spa 7/10/2026 2,375%	Obbligazione Corporate	10%
Algebris Financial Credit R EUR	Fondo Obbligazionario Corporate	5%
Renault SA 28/11/25 1%	Obbligazione High Yield	10%
Invesco Pan European High Income E Acc EUR	Fondo Flessibile europeo	5%
iShares Asia Pacific Dividend UCITS USD	ETF Azionario Asia Pacifico	5%
iShares Thomson Inclusion and Diversity USD	ETF Azionario Internazionale	10%
Invesco Physical Gold	ETC Oro	15%
		<b>100%</b>

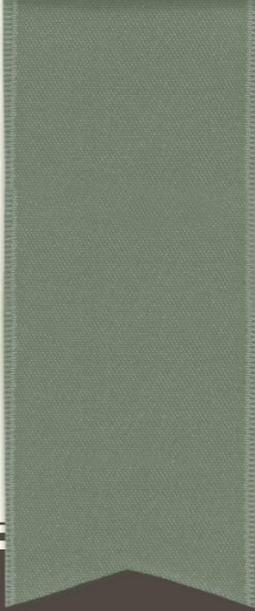
# Tornando al nostro esempio

---

Il tutto, almeno, in una prima fase



I pesi del portafoglio dovranno essere ottimizzati, per arrivare il più vicino possibile al corrispondente punto della frontiera efficiente



---

# COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

---

# E siamo alla fase operativa

---

Se noi, il 30 giugno 2024, avessimo costruito il portafoglio, così come presentato nella slide 39, considerando che i due BTP sono stati emessi nel 2025 e che è stata necessaria un'operazione transitoria, avremmo ottenuti i seguenti risultati.

# In sintesi, quindi, gli strumenti selezionati sono

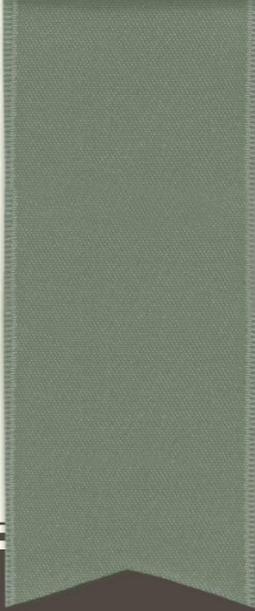
Descrizione	Controvalore in €	Peso	Utile	Perf.%
Euro	11.859,39	10,9%	0,00	0,00%
BTPi 4/6/25-32 1,85% (FOI)	10.062,63	9,2%	64,24	9,02%
BTP Più 25/2/25-33 Put Set-up	10.087,75	9,2%	150,09	4,09%
IVS Group SA 18/10/2026 3%	10.088,63	9,2%	458,38	4,73%
WIIT Spa 7/10/2026 2,375%	10.000,04	9,2%	467,14	4,88%
Algebris Financial Credit R EUR	5.547,90	5,1%	405,90	7,89%
Renault SA 28/11/25 1%	9.956,81	9,1%	405,83	4,24%
Invesco Pan European High Inc.	5.236,00	4,8%	217,80	4,34%
iShares Asia Pacific Dividend	5.155,00	4,7%	217,97	4,30%
iShares Th. Inclusion and Diversity	11.007,08	10,1%	959,56	9,55%
Invesco Physical Gold	20.219,25	18,5%	4.511,25	28,72%
BTPi 28/6/22-30 1,60% (FOI)	0,00	0,0%	1.360,96	9,37%
	<b>109.221,18</b>	<b>100,0%</b>	<b>9.219,12</b>	<b>9,22%</b>

# ...e quindi?

---

Sembra evidente che una gestione, vale a dire, una costruzione articolata di un portafoglio che risulti essere coerente con uno scenario atteso (e verificato... nonostante Trump – n.d.r.) possa portare valore.

Il nostro portafoglio di riferimento (**Portafoglio F** nell'esempio) ha conseguito, nel periodo 30/6/2024 – 30/6/2025, una **performance** del **5,13%** con una **deviazione standard** del **6,35%**, mentre il nostro portafoglio, costruito con strumenti elementari, ha ottenuto una performance del **9,22%**, con una deviazione standard del **3,87%**.



---

# RENDICONTAZIONE

---

# Rendicontazione

---

Ultimo passaggio, non solo obbligatorio, ma anche di buon senso per far capire al cliente quale sia la situazione, quali siano stati gli interventi del suo gestore e quali risultati abbia conseguito è dato dalla Rendicontazione, vale a dire un report, solitamente trimestrale, nel quale si racconta l'evoluzione della realtà, l'andamento dei mercati, i risultati conseguiti dal portafoglio e quant'altro possa mettere in condizione il cliente di comprendere ed assimilare la situazione.

# Ipotesi di rendiconto: prima parte

---

REPORT DI PORTAFOGLIO  
PORTAFOGLIO: Claudio  
PERIODO: 30/06/2024 - 30/06/2025



# Ipotesi di rendiconto: seconda parte

## Sintesi

### Situazione Portafoglio

Utili Totali (EUR)	9.219,12
Rendimento (MWR)	+9,22%
Profilo ESG	
Cedole e dividendi (EUR)	991,90
Rendimento (MWR) da inizio rapporto	9,22%
Rendimento Annualizzato (MWR) da inizio rapporto	9,22%
VaR periodale 1gg	0,50%
Controvalore medio investito	100.002,04

30/06/24-30/06/25

### Performance Portafoglio (TWR)



Portafoglio	
Controvalore Titoli	97.361,79
Liquidità	11.859,39
<b>Controvalore Portafoglio</b>	<b>109.221,18</b>

### Asset Allocation



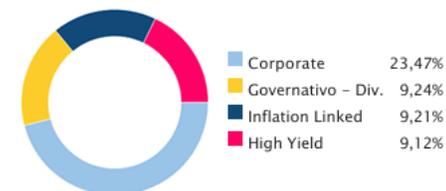
### Azionario Composizione



### Valute



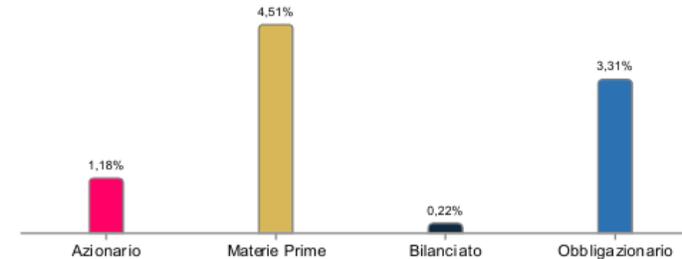
### Obbligazionario Composizione



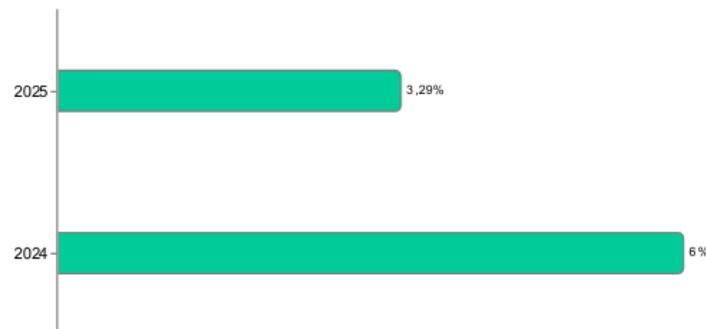
# Ipotesi di rendiconto: terza parte

## Analisi di rendimento

Analisi Rendimento: 30/06/2024 - 30/06/2025				Performance Attribution
	Utili Maturati	% Media Investita	Performance	Perf. Attribution
MACRO	-	-	-	-
Azionario	1.177,53 €	15,11%	+7,79%	+1,18%
Alternativo	-	-	-	-
Materie Prime	4.511,25 €	15,71%	+28,72%	+4,51%
Bilanciato	217,80 €	5,02%	+4,34%	+0,22%
Obbligazionario	3.312,54 €	52,90%	+6,26%	+3,31%
Polizze	-	-	-	-
Monetario	-	11,27%	-	-
Altro	-	-	-	-
<b>TOTALI</b>	<b>9.219,12 €</b>			<b>+9,22%</b>



## Rendimenti Anni Storici (TWR)



# Ipotesi di rendiconto: quarta parte

## Dettaglio Portafoglio: 30/06/2024 - 30/06/2025

Tipologia	Classificazione	Descrizione	ISIN	Valuta	Nominale	Prezzo	Controvalore	Peso %	Rend. %	Utili Totali
Azionario	Globale	iShares Thomson Reuters Inclusion and Di	IE00BD0B9B76	EUR	1.400	7,86	11.008	10,08	9,55	960
Azionario	Emergenti	iShares Asia Pacific Dividend UCITS ETF	IE00B14X4T88	EUR	250	20,62	5.155	4,72	4,24	218
Materie Prime	Materie Prime	Invesco Physical Gold ETC (MI)	IE00B579F325	EUR	75	269,59	20.219	18,51	28,72	4.511
Bilanciato	Flessibile	Invesco Pan European High Income E Acc E	LU0243957742	EUR	220	23,80	5.236	4,79	4,34	218
Obbligazionario	Corporate	WIIT SPA 2.375% 10/26	XS2377768366	EUR	10.000	98,71	10.000	9,16	4,81	467
Obbligazionario	Corporate	IVS GROUP SA 3.00% 10/26	XS2049317808	EUR	10.000	99,32	10.089	9,24	4,65	458
Obbligazionario	Corporate	Algebris Financial Credit R EUR	IE00B8J38129	EUR	30	184,93	5.548	5,08	7,89	406
Obbligazionario	Governativo - Div.	BTP Piu' 25/02/25-33 Put Step-up	IT0005634792	EUR	10.000	100,62	10.088	9,24	1,50	150
Obbligazionario	Inflation Linked	BTPi 04/06/25-32 1.85% (FOI)	IT0005648255	EUR	10.000	100,58	10.063	9,21	0,64	64
Obbligazionario	High Yield	RENAULT SA 1.00% 11/25	FR0013299435	EUR	10.000	99,35	9.957	9,12	4,22	406
Monetario	Euro	Euro	EUR	EUR	11.859	1,00	11.859	10,86	-	-
<b>Totali</b>							<b>109.221</b>	<b>100,00</b>	<b>7,86</b>	<b>7.858</b>

# Ipotesi di rendiconto: quinta parte

---

---

## Dettaglio Portafoglio: 30/06/2024 - 30/06/2025 (strumenti venduti)

Tipologia	Classificazione	Descrizione	ISIN	Valuta	Nominale	Prezzo	Controvalore	Peso %	Rend. %	Utili Totali
<input checked="" type="radio"/> Obbligazionario	Inflation Linked	BTPi 28/06/22-30 CUM 1.60% (FOI)	IT0005496994	EUR	-	-	-	-	7,16	1.361
Totali							0	0,00	1,36	1.361

# Ipotesi di rendiconto: sesta parte

## Report Cedole e Dividendi 2025

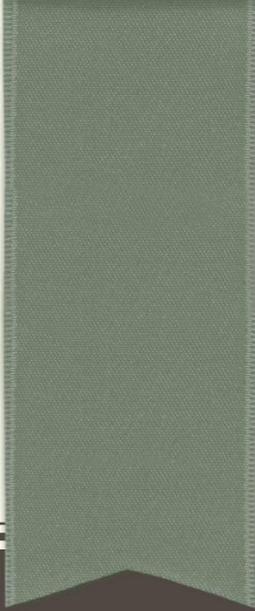
Descrizione Strumento	Gen.2025	Feb.2025	Mar.2025	Apr.2025	Mag.2025	Giu.2025	Lug.2025	Ago.2025	Set.2025	Ott.2025	Nov.2025	Dic.2025	Totale
<b>Totale per mese</b>			<b>7</b>		<b>62</b>	<b>88</b>		<b>62</b>		<b>398</b>	<b>136</b>	<b>81</b>	<b>835</b>
BTP Piu' 25/02/25-33 Put Step-up	-	-	-	-	62	-	-	62	-	-	62	-	187
BTPi 04/06/25-32 1.85% (FOI)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	81	81
iShares Asia Pacific Dividend UCITS ETF USD (Dist) (MI)	-	-	7	-	-	88	-	-	-	-	-	-	95
IVS GROUP SA 3.00% 10/26	-	-	-	-	-	-	-	-	-	222	-	-	222
RENAULT SA 1.00% 11/25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	74	-	74
WIIT SPA 2.375% 10/26	-	-	-	-	-	-	-	-	-	176	-	-	176

Note: i valori indicati nel report sono espressi in EUR e sono al netto della tassazione.

# Ipotesi di rendiconto: settima parte

## Ultime 20 operazioni eseguite

Codice ISIN	Descrizione strumento	Data	Tipo operazione	Quantità	Prezzo	Cambio	Controvalore	Valuta
IT0005648255	BTPi 04/06/25-32 1.85% (FOI)	04/06/2025	Acquisto	10.000	99,98	1,00	9.999	EUR
IT0005496994	BTPi 28/06/22-30 CUM 1.60% (FOI)	04/06/2025	Vendita	10.000	100,28	1,00	10.207	EUR
IT0005634792	BTP Piu' 25/02/25-33 Put Step-up	16/02/2025	Acquisto	10.000	100,00	1,00	10.000	EUR
IT0005496994	BTPi 28/06/22-30 CUM 1.60% (FOI)	16/02/2025	Vendita	10.000	99,10	1,00	9.939	EUR
IE00B8J38129	Algebris Financial Credit R EUR	30/06/2024	Acquisto	30	171,40	1,00	5.142	EUR
LU0243957742	Invesco Pan European High Income E Acc EUR	30/06/2024	Acquisto	220	22,81	1,00	5.018	EUR
XS2049317808	IVS GROUP SA 3.00% 10/26	30/06/2024	Acquisto	10.000	96,95	1,00	9.907	EUR
IE00BD0B9B76	iShares Thomson Reuters Inclusion and Diversity UCITS ETF USD (Acc) (ETR)	30/06/2024	Acquisto	1.400	7,18	1,00	10.048	EUR
IE00B579F325	Invesco Physical Gold ETC (MI)	30/06/2024	Acquisto	75	209,44	1,00	15.708	EUR
IE00B14X4T88	iShares Asia Pacific Dividend UCITS ETF USD (Dist) (MI)	30/06/2024	Acquisto	250	20,56	1,00	5.140	EUR
IT0005496994	BTPi 28/06/22-30 CUM 1.60% (FOI)	30/06/2024	Acquisto	20.000	95,11	1,00	19.026	EUR
XS2377768366	WIIT SPA 2.375% 10/26	30/06/2024	Acquisto	10.000	95,79	1,00	9.754	EUR
FR0013299435	RENAULT SA 1.00% 11/25	30/06/2024	Acquisto	10.000	96,00	1,00	9.659	EUR



---

# BUON LAVORO

---