

numero 2
2004

Spedizione in abbonamento postale
art. 2, comma 20/c, Legge 662/96

Previdenza Professionale

Le sfide della sostenibilità previdenziale.

Cos'è un asset allocation.

Previdenza e metodo contributivo.

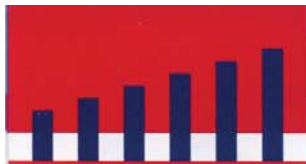
Rischi della trasformazione del capitale in rendita.

Trattamento tributario dei compensi dei CTU e dei periti.

Lavoro occasionale.

Il ruolo strategico della comunicazione e dell'informazione.

Le attese degli iscritti.



I Nostri Investimenti

Davide Cipparrone

Cos'è un asset allocation?

I caratteri distintivi della più diffusa strategia di gestione di un portafoglio finanziario

■ L'asset allocation, strategia di gestione, deve saper misurare con accuratezza i livelli di rischio/rendimento attesi ed essere chiaramente implementabile ed investibile, definendo un portafoglio efficiente e robusto in grado di conservare il profilo definito nel maggior numero di probabili condizioni di mercato.

Prima parte

L'asset allocation, o per meglio dire il processo di asset allocation, è ormai divenuta la strategia di gestione del portafoglio più diffusa ed utilizzata sia dagli asset manager, che dagli investitori e dai risparmiatori. È la best practice mondiale per la gestione dei portafogli finanziari. Tuttavia, come tanti argomenti di uso comune e di sempre maggior diffusione, anche nel caso dell'asset allocation spesso si tende a semplificare, banalizzare e sottoutilizzare i concetti e i risultati.

L'obiettivo di questo intervento è quello di porre l'attenzione sui quattro aspetti fondamentali dell'asset allocation.

Definizione di asset allocation

Per sviluppare correttamente il tema bisogna innanzi tutto partire da una definizione univoca di asset allocation.

L'asset allocation è l'insieme delle attività di definizione, composizione ed ottimizzazione di un portafoglio di attività finanziarie. Il processo di asset allocation ha come obiettivo principale quello di suddividere (allocare) un portafoglio in classi di investimento che abbia le seguenti caratteristiche:

- sia in grado di conseguire gli obiettivi stabiliti;
- soddisfi i vincoli imposti;
- sia efficiente, ovvero minimizzi il rischio fissato un livello di rendimento;
- sia persistente.

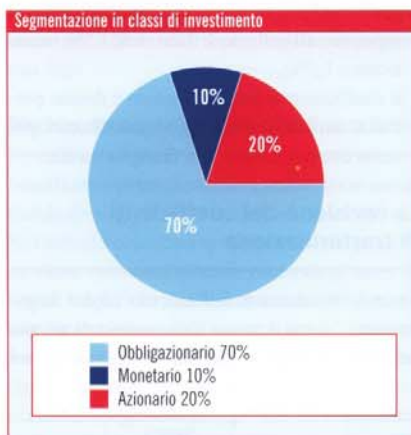
L'asset allocation consegue questi risultati mediante la diversificazione sistematica del por-

tafoglio nel rispetto dei vincoli, in altre parole l'asset allocation gestisce (minimizza) il rischio del portafoglio mediante la diversificazione.

Le citate caratteristiche sono fondamentali, occorre imparare a riconoscerle ed accertarsi che siano applicate.

La rappresentazione di un asset allocation

Solitamente un asset allocation viene rappresentato con un grafico "a torta" come quello di seguito riportato.



Anche la suddivisione 80% obbligazionario (70% obbligazionario e 10% monetario nell'esempio) e 20% azionario rappresenta una segmentazione di investimenti "classica". Quello che interessa però è capire se le informazioni

fornite da questa "torta" sono sufficienti a supportare un investitore e se questa rappresentazione abbia o meno le caratteristiche proprie di un asset allocation.

A prima vista l'unica informazione evidente è che gli investimenti sono suddivisi in azionario ed obbligazionario, ma si tratta di un'indicazione molto generica. Per investimento azionario si potrebbe intendere un intero mercato di titoli (tra le varie piazze mondiali), uno specifico settore azionario (es. bancario, prodotti di consumo ecc.) o singoli titoli, ma questi aggregati hanno profili di rischio/rendimento ben diversi tra loro e conseguentemente comportamenti profondamente diversi tra loro.

Quindi per definire un asset allocation dobbiamo individuare meglio le classi di investimento che lo compongono ed individuare con precisione il profilo di rischio/rendimento di queste ultime. Il metodo più pratico e completo per definire chiaramente le classi di investimento è dato dall'utilizzazione dei benchmark.

Il benchmark

Il benchmark è quel parametro comparativo che, individuata la composizione e la diversificazione delle classi di investimento nonché il rispetto dei vincoli del processo di investimento, permette di definire le caratteristiche di rischio/rendimento delle classi di investimento utilizzate in un processo di asset allocation.

Per essere correttamente utilizzabile, un benchmark deve soddisfare alcuni requisiti fondamentali come:

- essere investibile;
- essere rappresentativo;
- essere trasparente.

Un benchmark che soddisfi questi requisiti permette di:

- descrivere l'andamento storico del profilo di rischio/rendimento;
- determinare il profilo di rischio/rendimento atteso qualunque sia il metodo utilizzato per determinare questi dati fondamentali;
- determinare le correlazioni tra le classi e le sottoclassi di investimento.

È importante ricordare che i benchmark alimen-

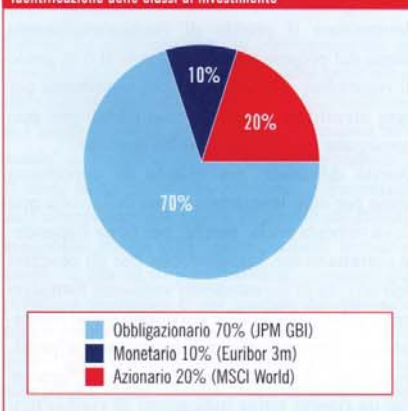
tano il processo di asset allocation ma non ne sono in alcun modo il risultato.

Allora ecco che, mediante una identificazione chiara ed esaustiva delle classi di investimento, la nostra "torta" assomiglia un po' di più ad un asset allocation.

Il rischio e il rendimento

Tuttavia, la rappresentazione riportata a seguire non fornisce informazioni riguardo al profilo di rischio/rendimento del nostro portafoglio.

Identificazione delle classi di investimento



Il rendimento atteso di un asset allocation è la media dei rendimenti attesi - riferiti ai benchmark - delle classi di investimento ponderati per i pesi delle classi di investimento. Ovviamente, in mancanza di una stima dei rendimenti attesi non si può conoscere il rendimento atteso del portafoglio.

Più complesso invece è individuare la misura del rischio del nostro portafoglio in quanto esistono diverse modalità per misurare questo parametro, ognuna delle quali ha pro e contro. Ma soprattutto perché la rischiosità di un portafoglio non è data semplicemente dalla media della rischiosità delle classi di investimento, ma deriva anche dalle correlazioni tra le classi di investimento. La misura di rischio più diffusa ed utilizzata è la volatilità ovvero la deviazione standard dei rendimenti. Anche in questo caso, in mancanza di una stima della volatilità e delle correlazioni attese tra le classi di investimento,



L'asset allocation si deve a Harri Markowitz e James Tobin, ai quali è valso il premio Nobel dell'economia, e costituisce uno dei più importanti risultati della ricerca finanziaria.

Questi ricercatori dimostrarono che il rischio di un investimento deve essere considerato non in modo isolato ma nel contesto dell'intero portafoglio di un investitore, in quanto il rischio complessivo di un portafoglio è una grandezza gestibile ed ottimizzabile, oltre ad essere la grandezza effettivamente rilevante per l'investitore.


I Nostri Investimenti
 Davide Cipparrone

Laureato in Scienze statistiche ed economiche presso l'Università "La Sapienza", prosegue gli studi con un dottorato di ricerca in "ricerca operativa e strategie decisionali".

Si è occupato dei modelli di analisi e previsione per FinAgip; dal 1997 al 2002 per il gruppo Ina-Assitalia e per il gruppo Generali si è occupato di risk management.

Dal 2002 è socio di Mangusta Risk UK Ltd dove attualmente si occupa di valutazione delle performance, performance attribution, e manager selection.

non è possibile conoscere la rischiosità attesa del portafoglio.

È importante ricordare che la volatilità e le correlazioni sono dipendenti dal benchmark delle classi di investimento, cambiare il benchmark può determinare una variazione della volatilità attesa dal portafoglio.

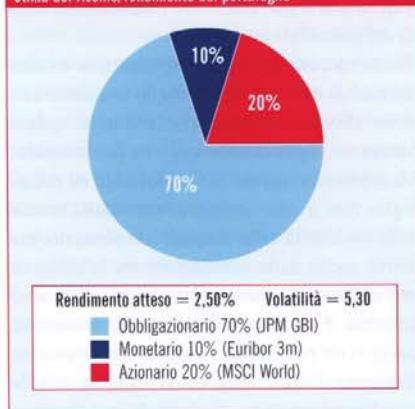
Una volta individuati il rischio e il rendimento atteso dobbiamo assicurarci che siano congrui e coerenti agli obiettivi stabiliti.

È quindi fondamentale determinare con accuratezza le misure di rischio/rendimento atteso del portafoglio anche perché se non si è in grado di determinare il profilo di rischio/rendimento atteso dal proprio portafoglio, non si è in grado di rispondere alla domanda più importante per ogni investitore ovvero: il mio portafoglio può conseguire gli obiettivi che ho stabilito?

Questa domanda, per quanto di importanza vitale per ogni investitore, il più delle volte non trova risposta anche perché, per poter rispondere correttamente, bisognerebbe che gli obiettivi dell'attività di investimento venissero formalizzati a priori, aspetto che purtroppo viene trascurato più frequentemente di quanto non si pensi. Sulla base di quanto sopra possiamo affermare che un riparto senza indicazioni di rischio/rendimento non è di alcuna utilità ai fini dell'individuazione di un asset allocation.

Viceversa aggiungendo al riparto una stima di rischio/rendimento ci si avvicina di più ad un asset allocation.

Stima del rischio/rendimento del portafoglio


Efficienza e persistenza

Occorre a questo punto introdurre le seguenti definizioni:

- *portafoglio efficiente* è il portafoglio con la rischiosità minore per un dato livello di rendimento, ovvero il portafoglio con la massima redditività per un dato livello di rischio;
- *portafoglio robusto o persistente* è il portafoglio in grado di conservare il profilo rischio/rendimento atteso stimato nel maggior numero di probabili condizioni di mercato.

Un vero processo di asset allocation ha come obiettivo la definizione di un portafoglio che presenti queste due qualità fondamentali. L'individuazione e la definizione di un portafoglio efficiente o robusto deriva da un processo di ottimizzazione che rappresenta il fulcro dell'asset allocation. Il processo, variando il numero, il tipo e i pesi delle classi di investimento, individua le soluzioni ottimali. Una corretta attività di investimento individua dei portafogli efficienti (e robusti) e li seleziona in base alla propria avversione/propensione al rischio e ai vincoli stabiliti.

In conclusione, possiamo dire che ad oggi l'asset allocation è lo strumento di gestione del portafoglio e del rischio più efficace che si conosca ma, per dispiegare la propria potenzialità, deve soddisfare i seguenti presupposti:

- 1) fornire descrizioni esaustive delle classi di investimento, stime accurate dei valori attesi di rischio, rendimento e correlazione, ed essere chiaramente implementabile ed investibile;
- 2) fornire stime affidabili delle caratteristiche di rischio/rendimento del portafoglio ed esprimere un profilo coerente con gli obiettivi;
- 3) definire un portafoglio efficiente e che rispetta i vincoli imposti;
- 4) definire un portafoglio robusto, cioè in grado di conservare il profilo di rischio/rendimento nel maggior numero di probabili condizioni di mercato.

Un processo di gestione che non soddisfi uno di questi presupposti non può essere considerato un asset allocation.

Fine prima parte