

ASSET ALLOCATION / I criteri

La strada che porta dal target al risultato

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

Il procedimento di asset allocation consiste 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.

È 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:

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

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 a due principali fonti:

- il *misfit risk*, che rappresenta la non perfetta sovrapposizione tra i mercati contenuti nel benchmark e i mercati contenuti nel portafoglio;
- l'*active risk*, che rappresenta il complesso delle abilità gestionali dell'aggregato dei gestori verso i propri mercati di riferimento.

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, a scapito però della stabilità del portafoglio stesso verso il benchmark.

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 coerenti con la modalità di formazione del portafoglio scelto.

Il procedimento consiste nell'identificare, all'interno di un insieme di fondi, il set degli strumenti d'investimento che entreranno a far parte della gamma sulla quale effettuare le elaborazioni di sintesi. Naturalmente, più ampia e rappresentativa è la gamma potenziale, maggiore è la probabilità di sviluppare portafogli efficienti.

Ma questa è solo una condizione necessaria. Avere la gamma più ampia non significa affatto ottenere obbligatoriamente portafogli più efficienti. Il fondo comune risulta composto da due componenti principali: i mercati in cui esso è investito e l'attività gestio-

I ritorni ottenuti dipendono sia dall'insieme degli strumenti impiegati che dall'abilità del gestore

nale nel suo complesso, che può essere a sua volta scomposta nei modelli gestionali utilizzati. Queste componenti devono essere confrontate con un mercato di riferimento che, nel nostro caso, è l'indice di mercato contenuto nel benchmark.

Per questo scopo è possibile assumere un impianto metodologico che si ispiri al modello realizzato da Brinson, Hood e Beebower per la determinazione delle performance di un portafoglio.

Confrontando le serie storiche delle performance ottenute dal mercato di riferimento e dalla composizione dei

mercati derivata con la style analysis durante il periodo di analisi (normal del fondo) e con il risultato effettivamente ottenuto dal fondo (managed), il modello consente di scomporre la performance finale di un fondo in performance dipendenti da ciascuna abilità gestionale, presa singolarmente, e quindi di formulare un giudizio analitico su come il fondo ha ottenuto il risultato finale.

L'analisi consente di valutare l'impatto dell'attività gestionale nel suo complesso (selection) e delle singole abilità gestionali quali la security selection (rispetto ai mercati rappresentati dal normal), la style selection di realizzazione di una diversa composizione dei singoli mercati all'interno dell'asset class (asset allocation) rispetto al mercato di riferimento, il market timing (di realizzazione di una diversa composizione di asset class monetario, obbligazionario e azionario verso il mercato di riferimento). Un ultimo elemento è rappresentato dalle performance differenziali dovute a componenti non spiegabili con le tipologie gestionali classiche (ad esempio l'uso di derivati).

Gaetano Megale
Presidente di Progetica

Strutture d'investimento e fonti di rischio

Dal benchmark al managed portfolio senza incorere nei misfit e active risk



IL PORTAFOGLIO / Quali indicatori

Spetta al benchmark tracciare la rotta

Se pensiamo all'investimento come a un viaggio, la realizzazione dell'asset allocation equivale alla costruzione del mezzo più coerente ed efficiente che effettivamente consentirà di raggiungere la meta. In termini generali, il portafoglio deve essere quindi indicizzato al benchmark affinché possa seguirlo nel tempo nella manie-

nente, cioè, mercati estranei a quello 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 variazioni 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. Non solo. L'aggregato dei prodotti deve manifestare anche qualità di buona coesistenza, ossia una struttura delle relazioni interne agganciata al benchmark.

G.M.

I FONDI / La scelta

I quattro momenti della valutazione

Il modello di valutazione e di definizione di un portafoglio contempla le tre dimensioni di analisi dei fondi, costituite dagli stili gestionali, dall'abilità gestionale e dal benchmark.

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

za del monitoraggio e delle riallocazioni successive.

Il secondo step della valutazione pone l'accento sul benchmark del fondo. La valutazione può esaminare le caratteristiche interne come il grado di rischio totale (la deviazione standard), il grado di efficienza misurato sulle serie storiche ex post (il rapporto tra il rendimento medio e la deviazione standard) e le performance attese a un grado di probabilità definito al tempo dell'investimento. Un'alternativa è quella di basarsi su un criterio esterno che pone a confronto diretto il profilo di rischio-rendimen-

L'intero processo di analisi dev'essere ripetuto per ciascuno degli ambiti rappresentati nel fondo

Quando le performance espongono i prodotti a scostamenti eccessivi cresce il pericolo di perdite

ra più efficiente possibile.

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, ma 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 (conten-

gerarchicamente ordinati per importanza strategica.

Il primo 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. Oltre al peso da attribuire alle tre dimensioni, è anche importante stabilire un orizzonte temporale dell'investimento che impatta sulla valutazione del benchmark e una prospettiva temporale che impatta sulla valutazione dell'abilità gestionale e degli stili, nonché sulla frequen-

to del benchmark del fondo con gli indici di mercato del benchmark.

Il terzo step della valutazione si concentra sul grado di abilità gestionale totale, esaminando le caratteristiche della serie storica ottenuta per differenza dalle serie storiche del managed del fondo e del suo benchmark, mentre il quarto prende in esame gli stili gestionali, ma si come sono codificati nel modello di Brinson, Hood e Beebower: style selection, security selection, market timing, altro.

Questi stili gestionali non sono ugualmente preferibili, ma il loro grado di preferenza dipende essenzialmente dal tipo di portafoglio desiderato.

G.M.