

Il nostro processo d'investimento



moneyfarm

www.moneyfarm.com

Sommario

Le convinzioni alla base della nostra strategia d'investimento	2
Asset Allocation	3
La scelta di strumenti a basso costo gestionale	3
L'approccio global macro	3
L'importanza di un adeguato orizzonte temporale	4
Un continuo sforzo di apprendimento e innovazione nel modo di gestire	5
Definizione dei limiti della strategia d'investimento	6
L'obiettivo della nostra strategia di investimento	7
Gli attori e gli step del processo d'investimento	8
La definizione dell'universo investibile	9
La classificazione dell'universo investibile	10
L'Asset Allocation Strategica	12
L'Asset Allocation Tattica e i ribilanciamenti	16
Il Risk Management	18
Il modello di profilazione	20
Bibliografia	21

Le convinzioni alla base della nostra strategia d'investimento

MoneyFarm SIM SpA offre un servizio di investimento per investitori privati, con un orizzonte di investimento medio lungo, basato sull'utilizzo di strumenti a basso costo gestionale.

Le seguenti **convinzioni** sottostanno all'attività di consulenza di MoneyFarm e ne caratterizzano l'approccio agli investimenti:

1. **L'Asset Allocation;**
2. **La scelta di strumenti a basso costo gestionale;**
3. **L'approccio global macro;**
4. **L'importanza di un adeguato orizzonte temporale;**
5. **Un continuo sforzo di apprendimento e innovazione nel modo di gestire.**

Asset Allocation

L'Asset Allocation, ossia la creazione di portafogli diversificati, è la decisione più importante per un investitore poiché il principale fattore di rischio e di rendimento del suo portafoglio.

Circa il **90% del rendimento e del rischio di medio/lungo termine di un portafoglio è spiegato dalla sua Asset Allocation**, il restante 10% è conseguenza di *market timing* e *stock selection* (Ibbotson e Kaplan, 2000). Questo dimostra come la scelta delle Asset Class e il loro peso sia la parte più importante nella costruzione di un portafoglio.

Un investitore deve concentrare le sue risorse nella scelta del giusto mix di Asset Class per il suo portafoglio e solo successivamente dedicarsi alla scelta dei singoli strumenti. Concentrando lo sforzo sull'Asset Allocation e non sui singoli strumenti si riduce il rischio complessivo del portafoglio e il rischio idiosincratico delle singole posizioni.

Il ruolo dei costi

La scelta di strumenti a basso costo gestionale è considerato un elemento essenziale nella costruzione di un portafoglio.

Sui mercati i costi sono certi mentre le performance sono incerte. La scelta di strumenti finanziari a basso costo e comunque efficienti è pertanto strategica sul lungo periodo e diventa una componente importante della performance di un portafoglio nel tempo.

MoneyFarm ha scelto di utilizzare strumenti passivi quotati in borsa (ETP) per investire sulle singole Asset Class, condividendo i risultati di ricerche accademiche che ridimensionano la capacità dei gestori attivi di generare performance sufficienti a remunerare elevati costi gestionali (Bogle, 2009).

Per identificare bravi gestori attivi sono necessari ingenti risorse e la capacità di un gestore di replicare nel tempo buoni risultati gestionali ("persistenza") è molto limitata (Kinnel, 2010).

L'approccio global macro

Le relazioni tra i mercati ed i trend economici e sociali sono il principale fattore sottostante all'andamento dei prezzi delle attività finanziarie nel lungo periodo, con particolare attenzione alla relazione tra credito e moneta nel sistema.

Analizzare quindi questi fattori permette di costruire una strategia d'investimento sostenibile nel tempo.

Per capire il trend di lungo periodo bisogna capire il comportamento dell'economia e quali sono i fattori che la influenzano. L'economia è paragonabile ad una macchina che al suo livello più fondamentale è relativamente semplice e funziona sulla base della domanda e offerta di beni, capitale e credito.

L'andamento dell'attività economica e gli scostamenti da situazioni di equilibrio influenzano direttamente i prezzi delle attività finanziarie. I mercati finanziari rispondono infatti alla variazione della domanda aggregata, che è influenzata dall'ammontare di moneta e di credito spesi per l'acquisto di prodotti e servizi dell'economia reale e per le transazioni finanziarie.

L'importanza di un adeguato orizzonte temporale

Un buon investitore è un investitore paziente poiché i rendimenti dei mercati nel breve periodo sono imprevedibili e distraggono l'investitore dagli obiettivi di lungo periodo.

Più si estende l'orizzonte di un investimento più si ha la facoltà di assumere rischi, sia in termini di scelta di mercati più volatili, come le azioni, sia in termini di strumenti finanziari meno liquidi. Strumenti più rischiosi o mercati meno liquidi compensano l'investitore per questi rischi aumentando il rendimento atteso dell'investimento. Potersi permettere di investire nel lungo periodo ha un valore economico in sé ed è una delle caratteristiche distintive tra un investitore e un trader nonché importante fonte di rendimento.

Contrariamente alla concezione (Efficient Market Hypothesis) che presuppone che gli agenti operanti nel mercato sono razionali, le persone valutano le transazioni in modo relativo al loro punto di partenza e percepiscono in modo diverso perdite o guadagni. Come ha indicato la Prospect Theory

(Kahneman e Tvesky, 1979) il più delle volte gli investitori ignorano il valore atteso della transazione ma variano la propensione al rischio a seconda della situazione in cui ci trovano.

Altre distorsioni comportamentali influiscono sulle scelte degli investitori nel breve periodo, portando ad errori di allocazione che nel tempo si traducono in una gestione sub-ottimale dei propri risparmi.

Oltre alla componente comportamentale vanno aggiunte le asimmetrie informative e l'impossibilità per un investitore di analizzare tutte le informazioni disponibili, fattori che non permettono alla persona di decidere in modo sempre razionale.

Troppo spesso quindi i mercati reagiscono pensando al breve periodo ed è necessaria pazienza per vedere un ritorno a valori coerenti con il ciclo economico.

È proprio in queste condizioni che l'investitore deve rimanere focalizzato sul suo orizzonte temporale.

Un continuo sforzo di apprendimento e innovazione nel modo di gestire

Gestire denaro significa prendere posizione su situazioni incerte, occorre quindi un approccio intellettualmente onesto e volto ad un continuo sforzo di apprendimento dagli errori passati.

Nel breve periodo il percorso dei prezzi intorno al loro valore fondamentale non segue logiche prevedibili ma risponde ad una molteplicità di fattori tecnici e comportamentali.

In questo contesto di incertezza e irrazionalità bisogna prendere atto che investire significa gestire l'incertezza e rendere il risk management centrale nel processo d'investimento.

La gestione del rischio non è pertanto un'attività esterna alla gestione dei portafogli, che interviene solo in casi estremi, bensì un processo che va di pari passo con le scelte tattiche e le condiziona.

La consapevolezza che l'andamento dei mercati è stocastico implica uno sforzo continuo di controllo e apprendimento da parte del team di gestione. La scelta delle risorse

umane da dedicare all'attività gestionale e la cura nel mantenere un continuo percorso formativo diventano essenziali per la riuscita del processo di investimento il cui punto centrale è l'onesta intellettuale e la coscienza dei propri limiti.

Definizione dei limiti della strategia d'investimento

Nella definizione della strategia d'investimento, oltre alla profilazione dei clienti e alla scelta degli strumenti a disposizione, è importante definire dei limiti generali che vengono seguiti nella costruzione dei portafogli. Le seguenti quattro linee guida vengono pertanto rispettate in ciascuno dei portafogli oggetto di consulenza da parte di Moneyfarm:

- **i portafogli sono sempre investiti al 100%;**
- **i portafogli non fanno utilizzo di leva;**
- **un minimo di 6 ETF è sempre presente nei portafogli;**
- **non vengono prese posizioni al ribasso (“short”).**

A livello di singola linea di investimento altri limiti, definiti dal Risk Management, vengono presi in considerazione.

L'obiettivo della nostra strategia di investimento

Viste le convinzioni con le quali è stato sviluppato il processo di investimento, i seguenti criteri misurano in MoneyFarm il successo del nostro servizio:

- il raggiungimento degli obiettivi di rendimento dei nostri clienti nel medio lungo periodo, con particolare riguardo alla **preservazione del capitale e del suo potere d'acquisto;**
- il miglioramento continuo di un processo d'investimento che identifica un adeguato universo investibile, stima correttamente i rendimenti e costruisce portafogli con performance competitive date le condizioni di mercato, anche rispetto ad asset manager con prodotti di simile rischiosità;
- il continuo miglioramento del processo d'investimento anche grazie all'utilizzo di **tecnologie innovative** finalizzate al miglioramento dei due obiettivi precedenti.

Gli attori e gli step del processo d'investimento

Il processo d'investimento di MoneyFarm è seguito da diversi attori ognuno con **ruoli e responsabilità diversi** che contribuiscono alla costruzione dei portafogli. In MoneyFarm pensiamo che il confronto sistematico e l'interazione tra di essi sia la chiave per il successo del processo d'investimento.

Gli attori del processo sono:

- il **Comitato Investimenti**, che come attore più importante del processo ha la responsabilità delle decisioni ultime sui portafogli. Il Comitato Investimenti si riunisce ogni due settimane;
- il **Team di Asset Allocation** che ha il compito di monitorare i portafogli ogni giorno, approfondire i temi ritenuti importanti dal comitato investimenti e proporre delle operazioni tattiche al comitato investimenti. Il team di asset allocation è responsabile dello sviluppo e della manutenzione del modello quantitativo che supporta le decisioni strategiche e tattiche di MoneyFarm;
- il **Consiglio d'Amministrazione**, che come organo ultimo della società ha la funzione di controllo del Comitato Investimenti e interviene, su sollecitazione del Risk Management, in caso i portafogli si discostino in modo sostanziale dalle aspettative;
- il **Risk Management** che controlla la solidità del processo d'investimento, monitora costantemente il rischio dei portafogli e, d'accordo con il Comitato Investimenti, definisce i limiti di rischio per ogni singolo portafoglio.

Il processo di investimento è composto da quattro momenti principali:

- la definizione dell'universo investibile;
- la classificazione dell'universo investibile;
- l'Asset Allocation Strategica;
- l'Asset Allocation Tattica e i ribilanciamenti.

La definizione dell'universo investibile

L'universo investibile scelto da MoneyFarm è rappresentato da tutti gli Exchange Traded Products (ETP) quotati sulla Borsa Italiana, e a gennaio 2014 era composto da circa 800 strumenti.

MoneyFarm non utilizza tutti gli ETP disponibili su Borsa Italiana, bensì seleziona gli ETP in seguito ad un processo di scrematura che analizza ciascun prodotto in base ad una serie di criteri:

- benchmark di riferimento;
- tracking error;
- liquidità;
- assets under management;
- metodo di replica;
- qualità dell'emittente;
- qualità del collaterale se sintetico;
- costi gestionali e impliciti.

Questi criteri permettono di escludere ETF con patrimonio non capiente, con metodi di replica ritenuti non necessari su determinati mercati o con costi gestionali non competitivi. La diversificazione per emittente permette di ridurre il rischio controparte mentre il criterio del costo gestionale garantisce una scelta il più possibile efficiente. La qualità del collaterale, che include la

valutazione delle politiche di prestito titoli, permette di avere una visione completa del prodotto in cui si sta investendo.

Al termine di questa procedura, partendo da tutti gli ETP quotati sulla Borsa Italiana, MoneyFarm riduce l'universo investibile ad una cinquantina di prodotti acquistabili.

La classificazione dell'universo investibile

Uno dei fattori chiave per una corretta Asset Allocation è la scelta delle Asset Class. **Le Asset Class rappresentano insiemi di titoli con caratteristiche simili** sia da un punto di vista strutturale sia di comportamento e rischio. Ad esempio tutte le azioni ordinarie hanno le stesse caratteristiche intrinseche ovvero rappresentano parte del capitale di un'azienda ma ci possono essere azioni in mercati diversi le cui caratteristiche di rischio sono differenti e quindi ha senso classificarle in diverse Asset Class.

L'introduzione di una Asset Class in un portafoglio strategico viene fatta principalmente sulla base delle caratteristiche strutturali e statistiche: ogni Asset Class infatti deve essere in grado di **generare diversificazione nel portafoglio e avere caratteristiche di rischio/rendimento significativamente diverse dalle altre.**

Una buona scelta delle Asset Class permette, nella fase di Asset Allocation strategica, di effettuare un'analisi quantitativa ed economica dei potenziali portafogli il più possibile "pulita" a

livello statistico, elemento critico per la trasformazione in portafogli effettivamente investibili.

La scelta delle Asset Class viene decisa dal Comitato Investimenti e, pur essendo stabile nel tempo, può subire saltuariamente delle modifiche qualora si valuti l'esistenza di un insieme di strumenti finanziari che iniziano a distinguersi per via di particolari ragioni economiche o storiche. Ad esempio è stata introdotta negli ultimi anni l'Asset Class "Emerging Market Bonds Locali", in quanto nei paesi emergenti l'emissione di obbligazioni governative in valuta locale ha subito una forte crescita.

Le 11 Asset Class utilizzate oggi da MoneyFarm sono:

- **Money Markets:** include strumenti finanziari a breve termine, con scadenza media intorno a un anno, pertanto con basso rischio ed elevata liquidità. Un esempio è dato dai BOT emessi dal Tesoro italiano o dagli Schatzte emessi dalla Germania;
- **Bonds Governativi Euro Investment Grade:** obbligazioni

emesse da stati sovrani dell'Eurozona con scadenza superiore all'anno. La rischiosità è maggiore di quella che si riscontra nei money markets, principalmente per il fatto che questi strumenti sono esposti all'andamento delle aspettative sui tassi di interesse futuri e quindi alla curva dei tassi di interesse;

- **Bonds Governativi Euro Inflation Linked:** obbligazioni emesse in Euro con cedole e/o capitale legati all'andamento dell'inflazione. Il prezzo di queste obbligazioni riflette l'andamento della curva dei tassi di interesse e delle aspettative future sull'inflazione;
- **Bond Societari Euro Investment Grade:** bond societari emessi da istituzioni finanziarie e non, con un rating investment grade. Oltre al rischio di credito, questa Asset Class è esposta a tutte le comuni caratteristiche di un investimento obbligazionario;
- **Bonds Globali Investment Grade:** obbligazioni globali emesse da governi o società. Include tutti i mercati obbligazionari investment

grade a composizione valutaria prevalentemente ex-euro. Oltre ai rischi dei mercati obbligazionari questa asset class include anche il rischio valutario;

- **High Yield Bond:** obbligazioni non investment grade emesse da emittenti societari nei paesi sviluppati. Queste obbligazioni presentano tutti i rischi degli investimenti obbligazionari e in particolare un elevato rischio di credito, poiché investe su emittenti la cui rischiosità è classificata come alta dalle agenzie di rating;
- **Bond Governativi Paesi Emergenti in Valuta Locale:** comprende le obbligazioni emesse dai paesi emergenti in valuta locale. Espone l'investitore al rischio di tasso tipico degli investimenti obbligazionari, nonché al rischio valutario delle valute emergenti in cui sono denominati i titoli;
- **Equity Paesi Sviluppati:** emissioni azionarie di società aventi sede legale nei paesi sviluppati. L'investimento azionario di fatto si traduce in una partecipazione

nel capitale di società quotate e quindi comporta un accesso agli utili societari residui dopo che sono stati soddisfatti gli altri creditori più senior (ad esempio gli obbligazionisti). Il potenziale di un investimento azionario è alto così come il rischio che le società in cui si investe diano risultati deludenti;

- **Equity Paesi Emergenti:** emissioni azionarie di società aventi sede legale nei paesi emergenti. Queste emissioni sono tipicamente denominate nelle valute dei paesi di domiciliazione delle società, pertanto il rischio di cambi è una componente non trascurabile di questa asset class;
- **Metalli Preziosi:** comprende i metalli preziosi come Oro e similari;
- **Materie Prime Generiche:** include tutte le principali materie prime industriali, agricole, energia. L'accesso a questi mercati è possibile con l'utilizzo di Exchange Traded Products specializzati su questo segmento;

L'Asset Allocation Strategica

Il processo di Asset Allocation Strategica è quali-quantitativo, ovvero vengono usati dei metodi quantitativi implementati su input definiti nel comitato investimenti.

Il primo passo è la definizione dei rendimenti attesi a 5 anni per ciascuna delle Asset Class, utilizzando due criteri:

- **fondamentale:** si analizzano i prezzi delle Asset Class in base alle valutazioni attuali, ad esempio il ritorno a scadenza per i bond o indici di valutazione/rendimento del mercato azionario come il dividend yield o l'inverso dell'indice di Shiller;
- **driver di rendimento:** ogni titolo ha dei rischi e potenzialità per cui l'investitore si aspetta di essere ricompensato. Nello specifico valutiamo quanto ciascuna Asset Class dovrebbe remunerare l'investimento in base alla sua esposizione ai seguenti fattori:
 - il costo del denaro sui mercati monetari;
 - le prospettive inflazionistiche dell'area monetaria di riferimento;

- la crescita potenziale dell'area monetaria di riferimento;
- il rischio di liquidità dello strumento.

La tabella qui a fianco presenta i rendimenti di lungo periodo che abbiamo utilizzato nel processo di ottimizzazione del 2014.

Una volta decisi i rendimenti attesi è necessario fare una stima della loro rischiosità e della relazione tra le varie Asset Class. Moneyfarm misura la rischiosità dei rendimenti attraverso la deviazione standard, per capire quanto l'andamento di un dato mercato sia volatile e possa allontanarsi dalle attese.

La relazione tra le varie Asset Class si stima costruendo una matrice di correlazione tra i rendimenti. Sia per la stima del rischio che della correlazione i prezzi storici sono generalmente un buon punto di partenza. In MoneyFarm la scelta dell'orizzonte temporale su cui viene fatta l'analisi dei dati, insieme alla stima del rendimento atteso, è l'altra componente qualitativa decisa dal comitato investimenti e ad oggi la decisione è stata quella di usare 10 anni di dati che includessero cicli sia negativi sia positivi.

Asset Class	Rendimento
Money Markets	0.6%
Bond Governativi Euro Investment Grade	0.7%
Bond Governativi Euro Inflation Linked	0.8%
Bond Societari Euro Investment Grade	1.2%
Bond Globali Investment Grade	0.1%
Bond Governativi Paesi Emergenti in Valuta Locale	4.0%
High Yield Bond	2.5%
Equity Paesi Sviluppato	5.3%
Equity Paesi Emergenti	6.8%
Materie Prime Generiche	1.5%
Metalli Preziosi	1.5%

Lo step successivo è quello di ottimizzare i portafogli con un algoritmo che utilizza un approccio di *Mean Variance Optimization* con una procedura di re-sampling.

Il processo di ***Mean Variance Optimization*** permette di costruire una frontiera efficiente di portafogli con le migliori caratteristiche di rischio/rendimento sulla base dei rendimenti attesi, della correlazione e della volatilità storica delle Asset Class.

Il principale problema di questo approccio è che l'ottimizzazione è fortemente influenzata dagli ultimi anni di storia e tende a sovrappesare alcune Asset Class che per motivi non necessariamente ripetibili nel futuro, si sono comportate statisticamente bene nell'orizzonte temporale analizzato. Per questo motivo prima di usare l'ottimizzatore è necessario porre dei vincoli per Asset Class per rendere l'output del modello applicabile a dei portafogli effettivamente investibili.

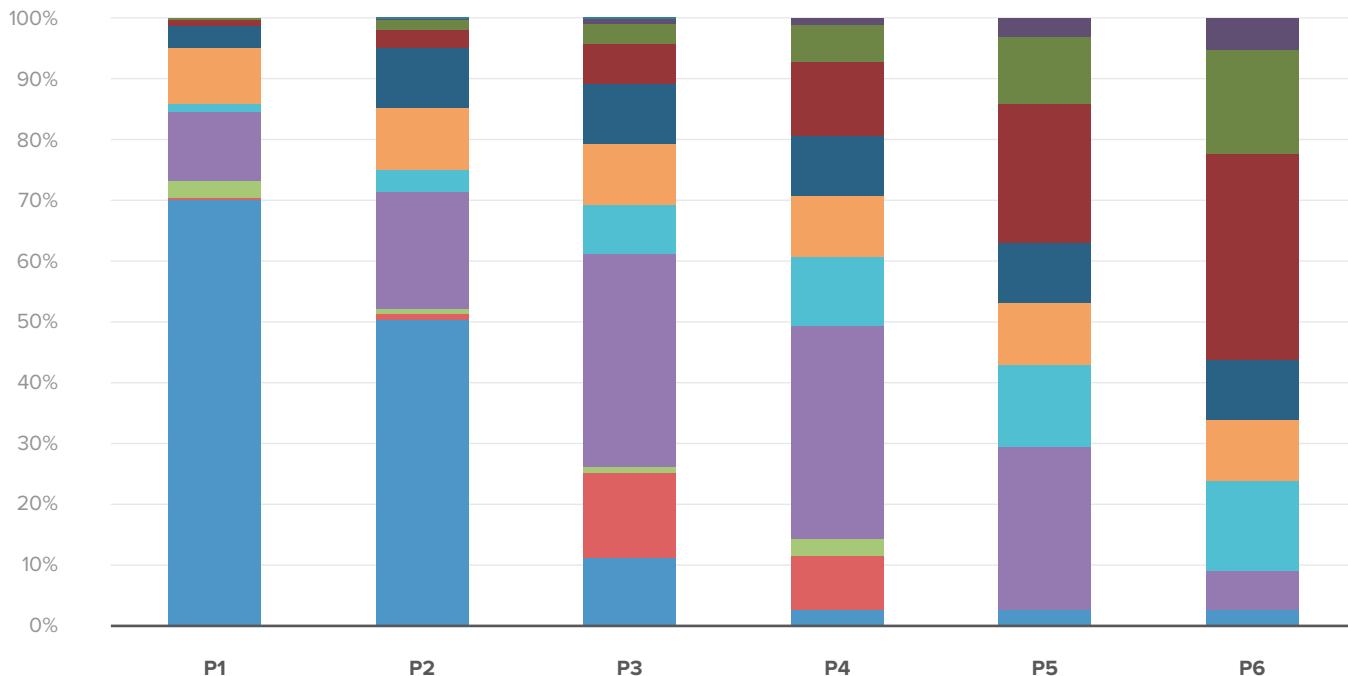
I limiti inseriti sono decisi dal Comitato Investimenti e sono costruiti sulla base di una valutazione critica dell'andamento passato delle Asset Class.

Alla fine dell'ottimizzazione il Comitato Investimenti di MoneyFarm ha a disposizione un numero elevato di portafogli ottimizzati e tra questi

vengono selezionati 6 portafogli con caratteristiche adeguate ai profili dei clienti.

I portafogli scelti diventano i portafogli strategici di riferimento intorno ai quali il comitato investimenti effettuerà eventuali scelte tattiche.

Il grafico seguente mostra la composizione dei portafogli strategici scelti per il 2014.



- Metalli Preziosi
- Materie Prime
- Azionario Paesi Emergenti
- Azionario Paesi Sviluppati
- Bond Societari High Yield
- Bond Governativi Paesi Emergenti in Valuta Locale
- Bond Societari Globali Investment Grade
- Bond Societari Euro Investment Grade
- Bond Inflazione
- Bond Governativi Paesi Sviluppati
- Cash e Bond Governativi a Breve Termine

L'Asset Allocation Tattica e i ribilanciamenti

Il Comitato Investimenti di MoneyFarm si riunisce **ogni due settimane**, per fare il punto sui mercati e per valutare l'andamento dei portafogli sia in termini assoluti, sia rispetto agli altri prodotti finanziari comparabili presenti sul mercato.

Durante la riunione vengono definite le scelte tattiche che permettono ai portafogli consigliati di discostarsi dalla composizione strategica per sfruttare le opportunità che il mercato offre nel breve-medio periodo.

Al pari dell'Asset Allocation Strategica, la definizione dei ribilanciamenti tattici deriva dall'integrazione di un modello quantitativo con il giudizio discrezionale che i membri del comitato esprimono in virtù della loro esperienza sui mercati.

Il modello quantitativo, sviluppato internamente dal Team di Asset Allocation, è uno strumento che permette estrarre indicazioni a partire dall'immenso flusso di informazioni che ogni giorno muove i mercati. Anche l'informazione più insignificante può avere un effetto a catena estremamente

rilevante sul mercato e pertanto il ricorso a strumenti di questo tipo è assolutamente indispensabile.

Nel dettaglio, il modello genera dei segnali sulle Asset Class incluse nei nostri portafogli a partire da dati macroeconomici e di mercato. I principali step attraverso cui i segnali vengono generati sono i seguenti.

Per ogni Asset Class si individuano circa 30 fattori che hanno mostrato storicamente un potere predittivo sui rendimenti della suddetta classe, a loro volta suddivisi in 4 categorie: *Valuation, Macro, Sentiment e Technical*. Per ogni categoria, viene selezionato ogni mese il fattore che ha mostrato il maggior potere statistico nella previsione dei movimenti della corrispondente Asset Class su di un determinato orizzonte temporale. Infine le previsioni dei 4 migliori fattori vengono combinate per fornire un unico segnale con cadenza mensile.

Qui a fianco un esempio di fattori appartenenti alle 4 categorie usati nella generazione di segnali su Asset Class di tipo azionario.

Valuation

- Utili
- Dividendi
- Vendite

Macro

- Mercato del lavoro e immobiliare
- Attività delle imprese
- Fiducia delle imprese e dei consumatori

Sentiment

- Volatilità sui mercati azionari, obbligazionari e valutari
- Indicatori di liquidità

Technical

- Rendimento nel breve periodo
- Rendimento nel lungo periodo
- Volatilità

Prima di introdurre il modello nel nostro processo decisionale abbiamo provveduto ad effettuare un “back-test” ovvero a testare la correttezza delle predizioni fornite su di un arco temporale che copre gli ultimi 18 anni. Generalmente un buon modello dovrebbe fornire una corretta previsione nel 55/60% dei casi; nel backtest il modello di MoneyFarm è consistentemente al di sopra del 55% per ogni Asset Class considerata.

L'analisi quantitativa è il perfetto complemento di quella qualitativa: una scelta tattica ed il conseguente ribilanciamento dei portafogli

viene deliberato soltanto se c'è un sostanziale accordo tra quanto suggerito dal modello e quanto espresso dai membri del Comitato.

Le scelte tattiche vengono valutate costantemente dal comitato investimenti ma, **onde evitare di ricadere in un'operatività troppo frequente**, si cerca di effettuare movimentazioni sui portafoglio con una cadenza indicativamente bimestrale. In caso di significativi movimenti di mercato o di importanti cambi di strategia la revisione dell'Asset Allocation può essere anticipata.

I ribilanciamenti determinano un **turnover annuo di circa il 50%** del portafoglio (100% sommando vendite e acquisti), livello considerato ottimale per non incorrere in costi di transazione eccessivi.

Il Risk Management

Ogni investitore percepisce il rischio in modo diverso, pertanto una prima definizione di rischio è la possibilità che il risultato di un investimento si discosti dall'obiettivo per cui un portafoglio è stato realizzato.

Nel dettaglio, il rischio per un investitore può essere inteso come volatilità dei rendimenti realizzati, probabilità di perdere una somma di denaro in modo definitivo (default), probabilità di veder realizzato un rendimento negativo in termini reali, difficoltà di liquidare le posizioni in modo rapido, inattesi problemi operativi nell'implementazione di una scelta di investimento... e in molti altri modi.

Ad ognuna di queste fonti di rischio deve essere associata una richiesta di rendimento aggiuntivo ("premio per il rischio").

Nella creazione di portafogli diversificati in MoneyFarm il primo obiettivo è far sì che ad ogni fonte di rischio inserita nel portafoglio le condizioni di mercato garantiscano una adeguata remunerazione. Per fare un esempio, i bassissimi spread offerti dal mercato corporate europeo nel 2007 non garantivano alcun premio di rendimento per

future fasi di illiquidità dei mercati, crisi del credito, defaults.

Il secondo obiettivo nella costruzione di un portafoglio è far sì che ad ogni rischio preso venga associato un adeguato orizzonte temporale. Ad esempio alla volatilità elevata dei mercati azionari corrisponde l'attesa di rendimenti maggiori nel lungo periodo, pertanto prendere una posizione su questi mercati va di pari passo con l'allungamento dell'orizzonte temporale.

L'impatto sui portafogli di ciascuna fonte di rischio può essere stimato ex-ante. Per questo motivo i portafogli vengono costruiti e monitorati con numerosi dati quantitativi e descrittivi che misurano volatilità stimata, liquidità sui mercati, esposizione a fattori macroeconomici come ad esempio sorprese di inflazione.

Il Risk Management nel processo di investimento vede tre fasi:

- una fase preventiva (limiti prefissati su determinate posizioni);
- una fase on-going (attenzione al rischio in tutte le scelte di asset allocation);

- una fase di controllo “esterno”, per cui il CdA ha la parola ultima sui portafogli in caso di situazioni.

La distanza, in termini di rischio attivo, dei portafogli tattici rispetto ai portafogli strategici è responsabilità del Comitato Investimenti, mentre il monitoraggio e la definizione dei limiti è responsabilità del Risk Management. Per tutti i portafogli viene inoltre misurata la rischiosità realizzata nonché altri valori statistici come lo Sharpe Ratio e il VaR.

I portafogli tattici vengono inoltre comparati con i portafogli strategici ipotizzati ad inizio anno ed ogni singola operazione tattica viene valutata ex-post sulla base della generazione di performance al netto delle fee. Sia i portafogli tattici che strategici vengono costruiti e monitorati anche in relazione ai più comuni risk factors (duration, esposizione valutaria, tipologia di replica degli ETF e composizione per emittente).

Il Consiglio di Amministrazione (CdA) su sollecitazione del Risk Management, interviene nel Comitato Investimenti nei seguenti casi:

- qualora i portafogli tattici realizzino una performance che si allontana

di mezza *standard deviation* dai rendimenti attesi dei portafogli strategici (sia in positivo sia in negativo);

- qualora l'andamento dei portafogli tattici risulti lontana, secondo le considerazioni del CdA, dall'andamento di prodotti di investimento comparabili disponibili sul mercato;
- qualora eventi di mercato significativi portino il CdA a ritenere le stime di volatilità attesa dei portafogli non più adeguate.

In questi tre casi, il CdA può intervenire ad hoc sui portafogli con ribilanciamenti ritenuti idonei a riposizionarli su livelli di rischio ritenuti adeguati.

Il modello di profilazione

Parte integrante del processo di consulenza è la definizione del profilo e degli obiettivi d'investimento. **L'insieme di queste due componenti permette di assegnare un portafoglio con un livello di rischio rendimento adeguato.**

Per consigliare una strategia d'investimento adeguata dobbiamo conoscere i seguenti aspetti del cliente:

- **i bias cognitivi**, ovvero quanto il cliente è soggetto ad errori cognitivi nelle scelte d'investimento dovuti ad ansia, *overconfidence*, avversione all'ambiguità e mancanza di autocontrollo;
- **l'avversione al rischio** che equivale alla capacità di sopportazione della volatilità dei risultati ovvero, dove si pone l'investitore nella scelta tra una somma certa e il valore atteso di una somma aleatoria;
- **la situazione reddituale**, patrimoniale e finanziaria, ovvero

identificare le necessità attuali e prospettive dell'individuo data la sua situazione. Questo attraverso la considerazione dei suoi risparmi, la sua propensione alla spesa, l'identificazione delle sue proprietà mobiliari e immobiliari, il valore attuale dei suoi impegni (debiti) e delle sue necessità quotidiane e straordinarie;

- **la conoscenza degli strumenti e dei mercati finanziari** identificando la dimestichezza dell'investitore con i mercati, la comprensione delle caratteristiche degli strumenti finanziari e delle dinamiche di formazione dei loro prezzi.

Per questo motivo il nostro questionario, costruito testando oltre 10.000 persone, misura il cliente su queste 4 aree con l'obiettivo di indirizzarlo ad un profilo di rischio coerente alla sua situazione economica complessiva, alle sue conoscenze finanziarie e alla sua emotività, elemento fondamentale per il mantenimento della strategia nel tempo.

Sulla base dei 4 fattori precedentemente indicati **MoneyFarm classifica gli investitori in uno dei 6 profili** d'investimento e il secondo passaggio fondamentale è l'identificazione dell'obiettivo d'investimento.

La definizione dell'obiettivo d'investimento è costruita attraverso tre direttrici:

- **orizzonte temporale**, variabile fondamentale per definire il rischio adatto del portafoglio;
- **ammontare dell'investimento** rispetto al patrimonio totale;
- **necessarietà del capitale investito** o quanto la perdita dei soldi impatterebbe il *welfare* della persona.

Il risultato dell'iterazione tra i profili di rischio e obiettivi indirizza il cliente verso l'Asset Allocation di portafoglio più adatta alle sue caratteristiche e ai suoi obiettivi tramite una griglia costruita dal Comitato Investimenti e approvata dal CdA.

Bibliografia

- Arnott, R., Berkin, A., & Ye, J. (2000). How Well Have Taxable Investors Been Served in the 1980s and 1990s? *Journal of Portfolio Management*.
- Barber, B., & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*.
- Black, F., & Litterman, R. (1992). Global Portfolio Optimization. *Financial Analysts Journal*.
- Bogle, J. (2009). *Common Sense on Mutual Funds*. Wiley.
- Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analyst Journal*, 39-44.
- Brinson, G. P., Singer, B. D., & Beebower, G. L. (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update. *Financial Analyst Journal*, 40-48.
- Dalbar. (2012). *Quantitative Analysis of Investor Behavior*. DALBAR.
- Ellis C. (2010) *Winning the loser's game*. McGraw-Hill.
- Gordon, M. (1959, May). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics & Statistics*, 99-105.
- Ibbotson, R.G. & Kaplan, P.D. (2000). Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analyst Journal*, 26-33.
- Kahneman, Tversky (1979) *Prospect Theory; An Analysis of Decision under Risk*.
- Kinnel, R. (2010). How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success. *Morningstar*.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*.
- Malkiel, B. (2012). *A Random Walk Down Wall Street*. W. W. Norton & Company.
- Malkiel, B. & Ellis, C. (2013). *The Elements of Investing*. John Wiley & Sons.
- Scherer, B. (2007). *Portfolio Construction and Risk Budgeting*.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risks. *Journal of Finance*.
- Swensen, D. (2000). *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment*. Free Press.
- Swensen, D. (2005). *Unconventional Success*. Free Press.

La Sardegna cresce con l'Europa



Progetto cofinanziato dall'Unione Europea
FESR Fondo Europeo di Sviluppo Regionale



REPUBBLICA ITALIANA



REGIONE AUTONOMA DELLA SARDEGNA



+39 02 450 76621



info@moneyfarm.com



MoneyFarm.com

Limitazione di responsabilità

Il documento non ha il fine di rappresentare un servizio di consulenza né, tanto meno, attività che si configuri come sollecitazione all'investimento, all'acquisto o vendita di strumenti finanziari, bensì esprime semplici opinioni proprie oppure di società terze o di professionisti di elevato standing. Tali opinioni saranno aggiornate periodicamente in base all'evoluzione della situazione dei mercati finanziari e al conseguente modificarsi delle previsioni di breve e lungo periodo sul loro andamento e sono quindi valide soltanto al momento della loro espressione. Tali opinioni sono maturate con la massima professionalità, in base alle informazioni e alle conoscenze disponibili al momento della loro espressione, ma non possono in alcun modo rendere la Società responsabile dell'uso fatto dagli Utenti di tali opinioni ed informazioni. L'Utente che decida di operare sui mercati lo

farà in completa libertà e sotto la propria piena responsabilità, considerando i contenuti e le funzionalità disponibili attraverso il documento come una tra le tante fonti informative pubblicamente disponibili. Quanto sopra detto vale sia per i risultati del processo di Profilazione che per i Portafogli generici suggeriti; tale suggerimento si basa sulle caratteristiche di un generico Utente teorico, a prescindere da specifiche caratteristiche di patrimonio, disponibilità o portafoglio già investito. In particolare, per quanto riguarda i Portafogli, si ricorda che i rendimenti passati non sono garanzia di analoghi rendimenti futuri.

Copyright

La Società, salvo diversa indicazione, è proprietaria o licenziataria autorizzata di qualsiasi testo, immagine, grafico o algoritmo facenti parte del documento. Tutto il materiale contenuto è, salvo diversa indicazione, protetto dalle vigenti leggi in materia di copyright. Il materiale ed i metodi contenuti nel documento sono resi disponibili per legittimo uso da parte degli Utenti e del pubblico in generale. Tale materiale e metodi non possono essere copiati, ripubblicati, inclusi, trasmessi o distribuiti, nè utilizzati per creare materiale derivato o sfruttati in qualsivoglia modo senza il preventivo consenso scritto da parte della Società. In particolare, l'Utente si impegna ad un uso strettamente privato e non commerciale di quanto sopra detto e non potrà in alcun modo sfruttarlo per creare o predisporre prodotti o servizi in concorrenza all'attività della Società.



MoneyFarm SIM S.p.a.

Sede legale: viale Trieste, 36 - 09123 Cagliari

Sedi operative: via Balzaretti, 36 - 20133 Milano e viale Trieste, 36 - 09123 Cagliari

Tel: +39 02 450 76621 | Fax: +39 02 450 76623 | Email: info@moneyfarm.com

P.IVA e C.F. 07129280967 | Registro Imprese di Cagliari n. 07129280967

Iscritta a Albo Consob n. 281 | Fondo Nazionale di Garanzia n. SIM 0429