Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale

in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

La costruzione del portafoglio e la consulenza finanziaria

Relatrice/Relatore

Ch. Prof. Claudio Pizzi

Laureanda/Laureando

Jacopo Rossi Matricola 903813

Anno Accademico

2024 / 2025

INDICE

INTRODUZIONE **3**

CAPITOLO 1 ..... **5**

1.1 GESTIONE DEI PORTAFOGLI 5

Il portafoglio di investimenti. Che cosa si intende? 5

1.2 Le Tipologie di Gestione 5

La Gestione Individuale 5

Gestione collettiva e le Società di Gestione del Risparmio 6

1.3 Gli Strumenti Finanziari 8

Strumenti finanziari: I Non Complessi 8

Strumenti Finanziari Complessi 10

1.4 I Rischi 14

1.5 FAttori legati alla scelta dello strumento finanziario 14

Tolleranza al rischio 14

Orizzonte temporale 15

Volatilità 16

La diversificazione 17

La correlazione 20

L'opinione di Warren Buffett 20

Il Benchmark 21

CAPITOLO 2 ..... **22**

2.1 Markowitz e la portfolio selection 22

Diversificazione finanziaria 23

2.2 I principi base della teoria 23

2.3 La funzione di utilita' attesa 24

Funzione di utilità, premio ed evento certo 25

2.4 Analisi tecnica del titolo e del portafoglio di Markowitz 26

Il Rendimento di un titolo e di un portafoglio 26

Il Valore Atteso 27

La Varianza e la Correlazione 27

Covarianza 28

2.5 Limiti DELLA "PORTFOLIO SELECTION" 29

Limiti comportamentali 30

2. 6 Evoluzione della Portfolio Selection 31
Capital Market Line 31
Il CAPM 33
La soluzione dei fratelli bodnar ai limiti di markowitz 34
2.7 Lpr 35
Le cause della Crisi 36
Assunti della teoria di Markowitz 37
Il confronto tra Markowitz e il periodo antecedente alla crisi 39

CAPITOLO 3 42
3.1 LE FASI DELLA CONSULENZA FINANZIARIA 42
La Profilatura MiFID 42
Ascolto, relazione e definizione degli obiettivi 45
La piramide dei bisogni: struttura logica e personalizzazione delle priorità 46
Scelta del portafoglio: l'interpretazione personale del rischio/rendimento 48
Monitoraggio di portafoglio 49
3.2 LA CONSULENZA 50
ESEMPIO PRATICO 55
Conclusione 57

BIBLIOGRAFIA 60

SITOGRAFIA 61

INTRODUZIONE

La tesi ha l'obbiettivo di presentare, discutere e mettere in esame una delle teorie più influenti nella storia della finanza moderna, ovvero la teoria di Markowitz sulla selezione del portafoglio, e, successivamente di comprendere quanto questa teoria sia ancora applicabile alle dinamiche odierne. Si tratta di un modello che ha rivoluzionato il modo in cui si pensa al rischio e al rendimento degli investimenti, ponendo le basi per tutta la finanza quantitativa successiva. Tuttavia, ciò che mi ha spinto ad andare oltre l'aspetto teorico è stata la constatazione che, nella realtà dei mercati finanziari, le cose spesso non seguono i modelli in modo così lineare.

Nello specifico, l'evento verificatosi nel 2008 e che si è riversato anche sugli anni successivi, ha sollevato dubbi concreti sull'applicabilità di alcuni assunti fondamentali della teoria di Markowitz. Come può un modello basato su ipotesi di razionalità e mercati efficienti conciliarsi con un evento di tale portata, in cui il sistema è stato scosso da dinamiche complesse, spesso guidate da comportamenti irrazionali?

Questa tesi si sviluppa proprio a partire da questo interrogativo. Nella prima parte, vengono presentati gli strumenti finanziari, la gestione di portafoglio e tutti gli aspetti legati ad essi.

Nel secondo capitolo, il lavoro presenta in modo approfondito la struttura teorica del modello di Markowitz: vengono introdotti i concetti di rischio, rendimento, varianza, covarianza e la costruzione della frontiera efficiente, fino ad arrivare al problema matematico alla base della teoria. Il tutto con l'obiettivo di comprendere i presupposti e le logiche che guidano l'identificazione di un portafoglio ottimale. Nella seconda parte del secondo capitolo, viene confrontata la situazione economica pre crisi finanziaria con gli assunti di Markowitz. Il confronto permette di capire se la "Portfolio Selection" è ancora applicabile agli scenari moderni. È stato davvero rispettato l'ambiente ipotizzato dal modello? Oppure le deviazioni dalla teoria sono proprio ciò che ha alimentato la crisi?

Infine, nel terzo capitolo, ho voluto affrontare un tema che troppo spesso viene trascurato nelle trattazioni accademiche: il valore della consulenza finanziaria. Se è vero che la finanza si fonda su modelli e numeri, è altrettanto vero che ogni investimento riguarda persone reali, con obiettivi, paure e aspettative diverse. La consulenza non è solo un processo tecnico, ma anche, e soprattutto, un momento profondamente umano, in cui la fiducia e la comprensione

reciproca giocano un ruolo cruciale. Alla luce delle riflessioni emerse nei capitoli precedenti, diventa evidente quanto sia importante una figura professionale capace di tradurre la complessità dei mercati in scelte consapevoli e responsabili

CAPITOLO 1

1.1 GESTIONE DEI PORTAFOGLI

Decidere in quali modalità e in quali strumenti allocare i propri risparmi è una scelta che non tutti gli individui sono in grado di prendere autonomamente. Le opportunità sono tante, ma lo sono anche i rischi. Per questo motivo, molte persone preferiscono affidare la gestione dei propri investimenti a professionisti del settore, che hanno le competenze necessarie per prendere decisioni strategiche in base agli obiettivi e al profilo di rischio dell'investitore.

Il portafoglio di investimenti. Che cosa si intende?

Un portafoglio di investimenti rappresenta il totale degli asset che un singolo investitore decide di inserire al suo interno e quindi di investirci. La composizione è variegata e diversa da ogni singolo individuo, poiché ogni portafoglio è condizionato dalle caratteristiche dell'investitore. Queste, che possono essere per esempio il rendimento ricercato, gli obbiettivi o anche l'orizzonte temporale, sono diverse per ognuno. In particolare, anche la tolleranza al rischio, come verrà esposto, gioca un ruolo fondamentale, poiché indica quali strumenti sono adatti ad un investitore piuttosto che ad un altro.

Il portafoglio può essere gestito in maniera autonoma dal singolo investitore, può essere affidato alla gestione di un consulente finanziario oppure può anche essere gestito insieme a portafogli di altri investitori all'interno di un fondo comune di investimento.

1.2 LE TIPOLOGIE DI GESTIONE

La Gestione Individuale

La gestione individuale consiste in un servizio che permette la gestione del portafoglio di un cliente, secondo le sue specifiche esigenze. È dunque un servizio altamente personalizzato, che si differenzia dalla gestione collettiva del risparmio, tipica dei fondi comuni di investimento.

Tra il cliente e il professionista si crea un rapporto, tramite il quale il secondo, inizialmente, si accorda con il cliente riguardo termini come rischio, rendimento, orizzonte temporale ed obbiettivi e solo successivamente si occupa di gestire i soldi dati a lui dati in carico

Il Testo unico della finanza[1] regola i principi di questo rapporto, che vengono implementati da quelli previsti dall'articolo 30 per i servizi di investimento in generale

Le responsabilità del cliente e del consulente

Il primo passaggio da seguire per creare questo rapporto è andare a profilare il cliente. Che deve informare e comunicare il consulente di tutti quegli aspetti inerenti al proprio profilo come la tolleranza al rischio, orizzonte temporale, lavoro, situazione famigliare, ma soprattutto gli obbiettivi prefissati devono essere concreti, perché come vedremo più avanti, un obbiettivo per essere perseguito deve essere concreto e meno generale possibile come per esempio l'acquisto di una nuova macchina.

Il consulente da parte sua deve agire, rispettando completamente le volontà del cliente e andando ad operare seguendo comportamenti che rispettano criteri di onorabilità, diligenza e professionalità.

La responsabilità più grande del consulente è quella sicuramente di andare a rispettare le caratteristiche del cliente e dunque le sue scelte devono essere adeguate al profilo nel momento della costruzione del portafoglio e, soprattutto, quest'ultimo deve essere periodicamente monitorato, poiché i mercati sono in continuo cambiamento e interventi non tempestivi potrebbero comportare danni al patrimonio del cliente

Gestione collettiva e le Società di Gestione del Risparmio

Le società di gestione del risparmio (o SGR) sono società italiane che esercitano il servizio della gestione collettiva del risparmio. Il loro operato viene costantemente vigilato da tre organi: la Banca d'Italia, la Consob, ovvero l'organo di controllo del mercato finanziario, e il Ministero dell'economia e delle finanze.

Quali sono le attività che svolgono queste Società?

la gestione collettiva del risparmio, attraverso fondi comuni di investimento e SICAV[2], vengono raccolti capitali che vengono investiti in strumenti finanziari e quindi nei mercati;

[1] È la principale fonte normativa per l'intermediazione finanziaria e i servizi di investimento in Italia, che coordina e raccoglie in un unico testo le leggi precedenti in materia

[2] È un tipo di società per azioni che raccoglie denaro dal pubblico per investirlo collettivamente in strumenti finanziari

la gestione dei fondi pensione, ovvero la gestione di fondi che contengono i soldi della vita lavorativa dei risparmiatori con l'obbiettivo di creare dei piani di previdenza e pensione integrativa;

la gestione patrimoniale, ovvero la gestione di un singolo individuo rispetto le condizioni da egli conferite.

Confrontando le due tipologie di gestione, dunque, se nella gestione collettiva, il patrimonio viene aggregato con quello di altri individui, nella gestione individuale, il servizio è personalizzato per il singolo individuo, offrendo così un servizio di maggiore qualità poiché creato in base alle caratteristiche del cliente, al contrario della gestione collettiva che risulta un servizio altamente standardizzato per ogni individuo che vi partecipa.

Il singolo investitore ha anche in questa tipologia delle responsabilità?

Le responsabilità dell'investitore, nel momento in cui decide di partecipare ad in investimento di natura collettiva sono di sicuro la conoscenza dell'investimento e quindi la comprensione di ciò in cui si sta andando a depositare il proprio capitale e quindi vi è la necessità di conoscere costi e rischi, in modo tale da andare a prendere una scelta mirata, consapevole, ma soprattutto adatta alle proprie caratteristiche e obbiettivi

E' opportuno anche che il singolo investitore non stia all'oscuro di questa gestione, ma che ne monitori l'andamento, per comprendere la situazione e prendere decisioni tempestive, come il disinvestimento. In quanto a quest'ultimo, deve avvenire nel rispetto delle modalità previste presenti nel contratto. Se ciò non dovesse avvenire, è possibile innanzitutto richiedere un chiarimento con l'intermediario con cui solitamente si hanno rapporti. In caso di non sufficienza, è opportuno presentare un reclamo nei confronti della SGR e infine inviare un esposto verso la Consob, nel caso in cui si ritenga che la SGR non abbia mantenuto un comportamento corretto e trasparente

Responsabilità delle SGR

Come nel caso del consulente finanziario, le SGR devono rispettare comportamenti professionali, diligenti e prudenti, seguendo anche quanto viene precisato nello statuto della SICAV.

La SGR è tenuta ad agire inoltre nella più totale trasparenza e, in particolare, nell'interesse di tutti i sottoscrittori del fondo, senza andare a favorire uno piuttosto che un altro.

Come anticipato in precedenza, il sottoscrittore del fondo deve monitorare l'andamento di quest'ultimo e di conseguenza, la SGR deve pubblicare periodicamente, secondo quanto enunciato da contratto, il valore della quota e qualsiasi evento che possa incidere sulla posizione degli investitori e che possa, in particolare, influire sulle decisioni di questi ultimi.

1.3 GLI STRUMENTI FINANZIARI

Qualsiasi strumento finanziario ha un rischio intrinseco. In alcuni risulta maggiore, come è il caso delle azioni, in altri risulta minore, come è il caso delle obbligazioni, in altri risulta più evidente e in altri meno evidente. In ogni caso, distinguiamo in due macrocategorie gli strumenti finanziari definendoli Complessi oppure Non complessi. Andiamo a sottolinearne le caratteristiche

Strumenti finanziari: I Non Complessi

È la normativa MIFID II [3]che va a definire in quali casi uno strumento finanziario può essere considerato non complesso o, al contrario, complesso. Esistono alcuni strumenti al di fuori delle tipologie presentate dalla normativa, che però rispettano principi di trasparenza e comprensibilità che li rendono accessibili all'investitore retail medio. Una delle caratteristiche principali è infatti la facilità con cui uno strumento può essere negoziato, ovvero acquistato e venduto. Le caratteristiche di questi strumenti devono essere facilmente comprensibile senza particolari conoscenze tecniche.

Inoltre, non vi deve essere possibilità di passività legata allo strumento, ovvero la possibilità che la perdita superi il costo iniziale di investimento e non devono essere presenti clausole legate ad esso che possano modificarne la natura e struttura.

[3] Normativa entrata in vigore nel 2018, avente l'obbiettivo di implementare la protezione verso gli investitori

Quali sono gli strumenti finanziari della categoria "Non Complessi"?

- **Azioni**, sono delle quote della società che decide di quotarsi sul mercato. Acquistando un'azione si diventa comproprietario di essa e si acquista anche la possibilità di partecipare agli utili, ma anche alle perdite di questa. La loro negoziazione è ammessa su uno dei mercati regolamentati dall'UE, su un mercato estero, ma anche su Multilateral Trading Facility (MTF[4]). Non sono accessibili a queste piattaforme le azioni legate a strumenti finanziari derivati.
- **Obbligazioni,** anche esse sono negoziabili su qualsiasi MTF e consistono nel prestito di denaro all'emittente, che può essere uno Stato nazionale, ma anche una società. Chi le sottoscrive riceve periodicamente, secondo quanto indicato dallo strumento specifico, una cedola, dal valore diverso in base al capitale e al rendimento offerto. L'obbiettivo per chi le emette è quello di raccogliere denaro e remunerare il prestito, infatti, chi le sottoscrive, alla scadenza avrà oltre alle cedole maturate, anche il capitale iniziale. Non sono ammesse nelle MTF le obbligazioni legate a strumenti derivati.
- **ETF,** sono l'acronimo di Exchange Traded Fund e sono l'unione dei benefici derivanti dalle azioni e dai fondi comuni d'investimento. Questo strumento infatti permette di investire in questo "paniere" contenente le azioni di diverse società, elencate all'interno del contratto del fondo, alle quali è attribuito ad ognuna uno specifico peso, a discrezionalità del gestore. Gli Etf permettono dunque di investire in azioni, ma di diversificare, il rendimento infatti sarà minore, ma anche la volatilità, poiché non si è più esposti all'andamento di una singola società. Il vantaggio, al contrario dei fondi, è quello di poter eseguire operazione di acquisto e vendita in qualunque momento.
- **Fondi comuni di investimento**, strumenti finanziari che investono il capitale raccolto di diversi risparmiatori e lo investono in molteplici asset. Il vantaggio principale è la diversificazione, tema affrontato successivamente.

[4] Multilateral Trading Facility**:** Un sistema multilaterale è una piattaforma gestita da un'impresa di investimento o da un gestore di mercato, ne sono un esempio la Borsa Italiana, per quanto riguarda l'Italia, oppure il London Stock Exchange, per quanto riguarda l'Inghilterra. Per chiarire, è ad ogni modo permesso ad un italiano di acquistare sulla borsa inglese.

Strumenti Finanziari Complessi

Gli strumenti finanziari complessi hanno come principale complessità la loro valutazione che risulta più sofisticata, rispetto a quelli non complessi. Se infatti, la valutazione di questi ultimi, deriva solamente dall'incontro tra domanda e offerta, la valutazione di quelli non complessi è caratterizzata da diversi fattori, che ne rendono complicata la natura. Ciò obbliga il possibile investitore a considerare molteplici variabili prima di avere una visione accurata di quello in cui sta andando ad investire.

È importante comprendere, che il mercato su cui vengono scambiati questi strumenti, è definito come non regolamentato, quindi privo di normative e ciò comporta anche una minore vigilanza da parte delle autorità di controllo.

Alcuni di questi strumenti inoltre, dipendono da elementi sottostanti come azioni, obbligazioni, materie prime, ma anche indici, aggiungendo variabili di rischio all'investitore. Altri ancora, prevedono il diritto o addirittura l'obbligo di acquisto o di vendita ad un determinato prezzo e ad una certa data futura, il che richiede analisi accurate e conoscenze tecniche elevate per comprendere la natura dell'investimento e rende questa tipologia di investimento non adatto ad investitore retail medio.

Infine, come abbiamo detto in precedenza, vi è la possibilità che la perdita potenziale superi il costo inziale e che possa dunque essere eccessiva per l'investitore incapace di valutarla adeguatamente, ma anche la possibilità di rimanere "incastrati" all'interno dell'investimento a causa della scarsa liquidità. Una non adeguata liquidità può comportare sia costi eccessivamente alti che vanno ad influire sul rendimento dell'operazione, ma anche la possibilità di non poter vendere e dunque di vedere il proprio investimento bloccato.

Quali sono gli strumenti finanziari della categoria "Complessi"?

Obbligazioni convertibili

Nei paragrafi precedenti, abbiamo inserito all'interno degli strumenti finanziari non complessi le obbligazioni. L'aggettivo convertibili però si riferisce alla possibilità di convertire le quote obbligazionarie in azioni della stessa società o di un'altra società. Dato che questa opzione permette di cambiare la natura dello strumento finanziario e quindi rende quest'ultimo meno

comprensibile per un investitore retail medio, viene collocato all'interno della categoria degli strumenti finanziari complessi.

Strumenti finanziari derivati

Future

I contratti future consistono in accordi tra due controparti rispettivamente all'acquisto o alla vendita di un'attività, ad un prezzo e data prestabiliti. E' una tipologia di accordo che ha l'obbiettivo di hedging[5] e di gestire dunque il rischio di prezzo. Viene utilizzato infatti per asset come materie prime, valute, indici azionari, tassi d'interesse, per coprirsi dal rialzo o dal ribasso dei prezzi. Questa tipologia di contratto è usata anche da produttori agricoli. Per esempio, un produttore agricolo potrebbe sottoscrivere un contratto future in cui si impegna a vendere ad un determinato prezzo ad una certa data. Ciò permette lui di proteggersi dal ribasso dei prezzi, riducendo l'incertezza legata all'attività.

Nell'esempio appena citato, la consegna avviene fisicamente e il contratto viene chiuso, ma nella maggior parte dei casi non vi è una consegna fisica, bensì avviene una liquidazione dell'attività anticipatamente alla scadenza: chi ha inizialmente comprato il contratto lo vende vende e viceversa.

Nonostante siano degli strumenti finanziari complessi, questa tipologia di contratti è presente anche su mercati regolamentati. Il corretto funzionamento è regolato dalla Clearing House, un organo che garantisce l'adempimento degli obblighi contrattuali e che assume un ruolo intermedio tra una parte e l'altra andando a ridurre il rischio di controparte. Per garantire un corretto esito delle operazioni, sono richiesti margini iniziali e ribilanciamenti giornalieri dalla Clearing House. Questo, permette allo strumento future di essere liquido, rapido nelle operazioni e trasparente nelle quotazioni. Tuttavia, i future permettono di controllare elevati volumi di attività grazie alla leva finanziaria, ma ciò comporta il rischio che la potenziale perdita sia superiore al costo inziale, rappresentando un rischio per gli investitori meno tecnici.

[5] Indica una strategia volta a tutelare un investimento a termine da possibili imprevisti quali per esempio fluttuazioni di valuta o di prezzo

Opzioni

Il funzionamento dei future è simile a quella delle opzioni, ma in queste non vi è l'obbligo ma il diritto di comprare o vendere alla scadenza. Il contratto che ti dà il diritto di acquistare ad un determinato prezzo viene definito come opzione call, mentre il contratto che ti dà il diritto di vendere viene definito come opzione put. Dato che vi è il diritto e non l'obbligo, chi sottoscrive il contratto deve pagare una somma, definita anche come premio, al venditore.

Un'altra differenza tra le opzioni deriva dalla possibilità di esercitarle prima della scadenza. Quelle che permettono la riscossione anticipata, sono le opzioni americane, che garantiscono una maggiore flessibilità, al contrario delle opzioni europee, che possono essere esercitate solamente al momento della scadenza del contratto, il che le rende maggiormente rigide, ma più semplici da valutare.

La loro valutazione avviene tramite alcuni modelli come il modello di Black-Scholes o l'albero binomiale, utile in particolare per la valutazione durante la vita del contratto di un'opzione americana.

Esistono anche opzioni che non si basano solamente sul prezzo dell'attività sottostante in un preciso momento, ma dalla media dei prezzi dell'attavità nel momento in cui è stata osservata. Per osservazione si intende infatti il monitoraggio del prezzo che viene definito inzialmente e che può essere mensile, settimanale o giornaliero. Questa tipologia di contratti, potrebbe risultare meno profittevole, ma è sicuramente molto meno volatile rispetto alle tipologie appena enunciate.

Swap

È uno strumento finanziario che permette di scambiare flussi di cassa futuri. Le due parti coinvolte si accordano, in modo tale da scambiarsi flussi finanziari basati su un valore nozionale e secondo formule diverse e legate a variabili come tassi d'interesse, valute o materie prime.

Una tipologia tra le più conosciute è l'intrest rate swap che permette ad una parte di pagare un interesse a tasso fisso periodicamente, ricevendo in campio un interesse a tasso variabile. Questa tipologia di contratto è utilizzata spesso con la funzione di hedging. Poniamo l'esempio di un'impresa che deve ripagare un finanziamento a tasso variabile, ma vuole

proteggersi dal rialzo dei tassi. Stipulando uno swap, può convertire il proprio impegno ad un tasso fisso, ricevendo in cambio un tasso variabile e rendendo stabile dunque il costo del finanziamento iniziale.

Un'altra tipologia è la currency swap, utilizzata da aziende multinazionali per ottenere finanziamenti in valuta estera a condizioni più vantaggiose, ma anche le commodity swap, i cui flussi di scambio dipendono dall'andamento del prezzo delle commodities come matierie prime, metalli, gas.

Sono strumenti che possono offrire soluzioni interessanti, ma allo stesso modo, presentano rischi altrettanto importanti. Il rischio più grande è quello di controparte poiché non vi alcun organo, come abbiamo visto in precedenza il caso della Clearing House, che si interpone tra una parte e l'atra e quindi presentano un alto rischio di controparte, ovvero il mancato adempimento agli obblighi derivanti dal contratto

La loro valutazione inoltre, risulta difficilmente comprensibile agi occhi dei meno esperti, il che li rende dunque dei contratti non standardizzati che non vengono scambiati nei mercati regolamentati, ma nei mercati OTC (Over the counter)

ETF con leva

Come per il caso delle obbligazioni, anche gli ETF, possono essere classificati all'interno della categoria degli strumenti finanziari complessi, se presentano la possibilità di perdita maggiore al costo inziale e qualsiasi strumento, che ne permette l'uso, se utilizzato con la leva, può comportare questo rischio. L'entità della leva infatti amplifica la performance dell'ETF, andando non a replicare l'andamento del prezzo del benchmark[6] a cui è collegato l'ETF, ma a moltiplicarne i movimenti di prezzo.

[6] E' un indice o una composizione di indici in cui l'ETF investe

1.4 I RISCHI

Come enunciato nelle pagine precedenti, gli strumenti finanziari comportano alcuni rischi e ora vengono presentati più nel dettaglio:

Rischio emittente: è il rischio associato all'emittente del titolo. Se il titolo è un'obbligazione, consiste nella possibilità che la società o lo Stato non rispettino gli obblighi contrattuali e non paghino le cedole costantemente. Se il titolo è un'azione, consiste nella possibilità che la società possa non pagare i dividendi o anche fallire.

Rischio di mercato: si traduce nel rischio di incorrere in prestazioni negative, a causa dell'andamento del prezzo degli asset presenti all'interno del portafoglio;

Rischio di liquidità: come detto in precedenza, la mancanza di liquidità può comportare costi maggiori che alterano il rendimento dell'investimento e la possibilità di non riuscire a liquidare l'investimento e quindi di vedere "bloccati" i propri soldi.

Rischio di tasso d'interesse: anche il tasso d'interesse influisce sul valore degli strumenti finanziari, come nel caso delle obbligazioni. Il loro prezzo dipende infatti dal tasso d'interesse, infatti maggiore è il tasso d'interesse di un'obbligazione, minore sarà il prezzo di quest'ultima e viceversa.

1.5 FATTORI LEGATI ALLA SCELTA DELLO STRUMENTO FINANZIARIO

Ogni strumento ha le sue caratteristiche e rischi ad esso associati e dunque per qualche investitori, non tutti gli strumenti potrebbero essere adatti. Come può un soggetto dunque scegliere il corretto strumento adatto alle proprie caratteristiche?

Vediamo ora le principali variabili.

Tolleranza al rischio

La tolleranza al rischio permette di comprendere quanto una persona sia incline al rischio. Una persona tollerante, rappresenta un profilo incline al rischio e dunque una persona che non ha particolari emozioni nel vedere rendimenti negativi. Viceversa, una persona che reagisce in modo spropositato ad eventi negativi relativi all'investimento, viene definita avversa al rischio, ovvero una persona con un profilo di rischio più conservativo.

Alcuni studi, sostengono che molto dipenda dal carattere di una persona, perché infatti come una persona è prudente nell'ambito finanziario, vi è una buona probabilità che lo sia anche nella vita. Potrebbe essere anche il caso opposto in cui le persone che sono propense al rischio, amino viverlo anche durante la propria vita quotidiana e non, svolgendo attività che permettono loro di mettersi sempre in gioco, non rimanendo nella zona di comfort.

Invece Nicki Potts, che ricopre il ruolo di direttore di divisione in Morningstar, sostiene che quanto appena detto non è del tutto corretto, Secondo lui è vero, ma solo se ciò che viene svolto di rischioso, avviene in settori correlati. Per esempio, gli individui che si recano periodicamente ai casinò, allora potrebbero essere propensi ad investimenti più "aggressivi".

Anche da dove deriva il patrimonio, secondo Potts, è un fattore da tenere in considerazione riguardo questo argomento. Una persona che si è costruita da zero, è più incline a mettere in gioco i propri soldi, al contrario di una persona che ha ottenuto il patrimonio tramite successione.

La propensione al rischio dunque è già un fattore che permette di ottenere una prima scrematura di quali strumenti associare ad ogni individuo. Ai soggetti più conservatori, è consigliabile l'investimento in fondi, in obbligazioni o in titoli di Stato, ma anche in ETF. Per i profili amanti del rischio invece, le azioni e gli strumenti complessi, in particolari quelli a leva, possono rappresentare un buon consiglio.

Orizzonte temporale

L'orizzonte temporale è un fattore che gioca un ruolo fondamentale nella valutazione di uno strumento. Non solo. Il tempo permette ai propri investimenti di crescere e di gestire e sopportare maggiormente il rischio. Ad una persona con un orizzonte temporale ridotto (es.3 anni), non è consigliabile un investimento in azioni, poiché volatili e potrebbero, al termine, non offrire i rendimenti sperati, dettati da una serie di variabili come guerre ed eventi imprevisti (Covid). Questo strumento è maggiormente adatto a individui che vogliono investire su un orizzonte temporale lungo (es.20 anni), in modo tale che vi sia il tempo di assorbire le oscillazioni negative.

Che cos'è l'orizzonte temporale?

È il periodo durante il quale l'investitore decide di lasciare il denaro investito.

Se l'orizzonte temporale è breve, come detto in precedenza è opportuno rischiare poco, per assicurarsi di avere perlomeno il capitale investito al termine dell'orizzonte temporale. L'obbiettivo infatti è quello di proteggere il capitale dall'inflazione, piuttosto che andare a ricercare rendimenti

Se l'orizzonte è lungo, invece è consigliabile optare per strumenti magari più volatili, ma che col tempo possano offrire rendimenti più alti, poiché anche se nel tempo i mercati salgono e scendono, il tempo permette agli investitori di recuperare le possibili perdite

Volatilità

Gli strumenti possiedono intrinsecamente una volatilità ad essi associata. Questa, permette di comprendere quanto un asset possa essere potenzialmente rischioso.

Gli strumenti che contengono una maggiore volatilità sono quelli che possono offrire rendimenti maggiori, ma allo stesso modo, sono quelli che possono registrare perdite più elevate. Poiché infatti, ad una maggiore volatilità corrisponde ad una minore stabilità, anche le perdite sono potenzialmente maggiori degli strumenti meno volatili.

La rischiosità dello strumento non viene però indicata solamente dalla volatilità poiché vi sono altre variabili che influiscono su questa analisi. Per esempio, non è vero che tutte le azioni contengano lo stesso rischio. Le azioni del settore tecnologico, sono più volatili rispetto a quelle del settore sanitario. Oppure, le azioni del settore tecnologico in un Paese, potrebbero essere soggette a variazioni più elevate rispetto a quelle di un altro.

Per misurare il rischio di un investimento vengono usate anche altre misure e fra queste c'è il VaR, un indicatore che si focalizza sulle potenziali perdite dell'investimento, in un determinato orizzonte temporale e che, come vedremo nel capitolo 3, viene usato dai consulenti nella valutazione e nella costruzione del portafoglio

Quali indicatori si usano per misurare e indicare la volatilità?

La volatilità può essere rappresentata dal cosiddetto Beta, che confronta la rischiosità di un determinato asset e quella del mercato. Nel caso in cui Beta sia minore di 1, allora il titolo oscilla meno rispetto al mercato. Se superiore ad uno, il titolo oscilla maggiormente rispetto al mercato indicano un titolo meno stabile.

Un'ulteriore opzione per misurare la volatilità è la deviazione standard. Questa indica quanto i prezzi osservati si discostano dalla loro media e dunque una maggior distanza da quest'ultima comporta un'elevata volatilità.

La diversificazione

Che cos'è e per cosa viene utilizzata?

La diversificazione è un mezzo per andare a mitigare il rischio. È il consiglio della maggioranza dei consulenti finanziari, perché è fondamentale se si vuole avere maggiore probabilità di raggiungere i propri obbiettivi al termine dell'orizzonte temporale prefissato, poiché ti permette di ridurre la volatilità totale del portafoglio e, se quest'ultimo viene realizzato opportunamente in base al cliente, di ottenere in ugual misura dei buoni rendimenti.

La diversificazione viene definita come l'unico "pasto gratis" per l'investitore ed è la miglior difesa contro il fallimento dei propri investimenti

"La diversificazione è sia osservata che ragionevole; una regola di comportamento che non ne riconosca la superiorità deve essere respinta, come ipotesi che come principio" Markowitz. "Portfolio Selection"

L'investimento dell'intero capitale a propria disposizione, all'interno di un solo asset o, peggio ancora, di un singolo titolo, comporterebbe, con una probabilità associata elevata, di u rischio di perdita elevato. Non sono esenti da questo concetto le obbligazioni, poiché nella storia (vedi aziende come Parmalat) si sono verificati casi di mancati adempimenti contrattuali, nonostante le obbligazioni siano uno strumento finanziario meno rischioso rispetto alle azioni.

Poniamo l'esempio di una diversificazione di portafoglio tra le più comuni che esistano. L'investitore dunque deterrà una percentuale del 60% di capitale investito in azioni, una

percentuale del 30% investito in obbligazioni e una percentuale del 10% investita in oro. Bisogna subito sottolineare che è raro, ma non impossibile, vedere sia le azioni che le obbligazioni procedere nella stessa direzione. Quindi anche solamente queste due tipologie di investimento, apporterebbero al portafoglio una buona diversificazione, dato che hanno cicli di vita opposti. Non essendo però impossibile vedere coincidere i due cicli, è opportuno aggiungere un'ulteriore classe di investimento che permetta di diversificare maggiormente anche in questi casi poco probabili.

Come si può diversificare in modo corretto?

Quella che è stata appena rappresentata, è la diversificazione più generale che ci sia. Bisogna però suddividere le obbligazioni e le azioni in ulteriori sotto asset class. Infatti, le azioni possono differenziarsi per settore in cui opera la società, dimensione di quest'ultima, ma anche l' area geografica in cui è situata. Anche le obbligazioni possono essere differenziate per la tipologia dell'emittente (societarie o governative), per il rischio dell'emittente (societarie più rischiose), per area geografica, per il rendimento offerto (High yeild o Investment grade) e infine per la scadenza (a breve o a lungo termine)

Per una corretta diversificazione è opportuno inserire all'interno del portafoglio sia azioni che obbligazioni, ma talvolta potrebbe non bastare e dunque inserire asset definiti reali come materie prime o investimenti nel Real Estate, ovvero nel mercato immobiliare, rende il patrimonio, maggiormente diversificato.

Le diverse tipologie di diversificazione

Diversificazione per Paese

L'investimento in diversi paesi, potrebbe ridurre l'esposizione verso un singolo paese. Ad esempio, investendo sia in mercati sviluppati (come gli Stati Uniti e l'Europa) che in mercati emergenti (come l'Asia e l'America Latina), puoi beneficiare delle diverse dinamiche economiche.

Diversificazione per Settori

Investire in un'ampia selezione di settori può proteggere il tuo portafoglio dagli alti e bassi di un singolo settore. Ad esempio, nel caso in cui cali il settore tecnologico, aver investito nel settore sanitario potrebbe compensare la perdita, poiché due settori poco correlati.

Diversificazione per Stile d'Investimento

È importante investire anche in base alle caratteristiche delle aziende, diversificando tra società growth, ovvero tutte quelle aziende con elevate prospettive di crescita e società value, ovvero aziende consolidate che hanno bilanci e utili stabili nel tempo. Gli investimenti growth tendono a crescere rapidamente, mentre quelli value offrono stabilità e dividendi costanti.

Diversificazione per Orizzonte Temporale

Un'altra importante strategia di diversificazione consiste nel considerare l'orizzonte temporale degli investimenti. Investire in strumenti con termini di scadenza differenti, può aiutare a gestire la liquidità e a raggiungere diversi obiettivi finanziari nel tempo. Ad esempio, le obbligazioni a breve termine permettono di avere stabilità e liquidità, mentre gli investimenti azionari, nel lungo termine, permettono di ottenere maggiori opportunità di cogliere ottimi rendimenti.

Diversificazione del rischio

Il rischio è presente in modo intrinseco e in modo diverso all'interno degli strumenti finanziari. Diversificando è possibile ridurre e mitigare il rischio, ma è da sottolineare che non ci si può sottrarre, poiché può essere suddiviso in due categorie: quello sistematico, è il rischio associato al mercato, che non può essere mitigato ed è per questo che viene remunerato attraverso i rendimenti; quello diversificabile invece, è possibile ridurlo con un corretto mix di strumenti finanziari, ma proprio perchè vi è questa possibilità, non viene remunerato. Il primo può essere identificato, inoltre, come un fattore che prescinde dal nostro controllo, mentre il secondo, come la probabilità di rendimenti negativi offerti da una singola società, nei quali è possibile non incorrere come è stato sottolineato dal concetto di diversificazione.

La correlazione

E' una misura statistica che permette di comprendere il comportamento di un attività rispetto ad un'altra. Per esempio obbligazioni e azioni sono poco correlati. È difficile, anche se non impossibile, che i due asset offrano rendimenti negativi nello stesso periodo, poiché, come spiegato in precedenza, presentano cicli di vita opposti.

Il coefficiente di correlazione si muove in un range compreso tra -1 e + 1 e tanto più due asset finanziari hanno una correlazione prossima a +1, tanto più si muovono in modo simile. Viceversa, una correlazione pari a -1 significa che due titoli si sono mossi in direzioni esattamente opposte. Una correlazione pari a 0 sta a significare che il movimento di due asset class, o due titoli, è indipendente.

Combinare asset class con correlazioni inferiori all'unità riduce il rischio complessivo del portafoglio. In pratica abbassiamo la volatilità complessiva del portafoglio e quindi il rischio complessivo.

L'opinione di Warren Buffett

Da quanto è stato detto fino ad ora, la diversificazione è fondamentale se si vuole costruire un portafoglio che permetta all'investitore di raggiungere i propri obbiettivi nel tempo.

Un articolo di Forbes riporta alcune delle frasi e citazioni più famose di uno degli investitori più conosciuti al mondo, riguardo la sua opinione sulla diversificazione.

"Dice lo stolto: non mettere tutte le uova nello stesso paniere, ma ciò corrisponde a sparpagliare i soldi e l'attenzione dell'investitore; invece l'uomo saggio dice: metti tutte le uova nello stesso cesto e guarda il cesto".

"La diversificazione è una protezione contro l'ignoranza e ha molto senso per coloro che sanno quello che stanno facendo".

L'obbiettivo di Warren Buffet è da sempre stato quello di creare ricchezza, cercando di battere il mercato. La suddivisione del patrimonio dell'investitore in molteplici asset remerà contro all'obbiettivo dell'investitore americano, ovvero quello di moltiplicare i propri guadagni credendo e investendo fortemente e solamente in poche società, selezionate da lui stesso, secondo alcuni parametri.

Il discorso però è corretto solamente per questa tipolgia di investitori che ha una smisurata conoscenza ed esperienza dell'ambito finanziario. Di conseguenza, non è un approccio consigliabile all'investitore medio ed è difficilmente applicabile.

Ma come può allora un investitore allocare il proprio capitale?

Ovviamente non esiste una strategia ottimale per tutti, poiché ogni individuo possiede le proprie caratteristiche. Si può utilizzare il concetto generale discusso in precedenza, in cui un portafoglio veniva suddiviso, in percentuali diverse, in azioni, materie prime e obbligazioni. Anche solamente quelle percentuali potrebbero non essere adatte a tutti gli individui. È possibile un'ulteriore diversificazione, concentrandosi sulle singole classi di investimento. Per quanto riguarda per esmpio le azioni, è opportuno non andare ad inserire all'interno del portafoglio azioni con la stessa valuta, di società appartenenti alla stessa area geografica o allo stesso settore.

I metodi secondo cui investire sono molteplici e svariati e non esiste un metodo universale. Ogni singolo individuo che si approccia al mondo finanziario, innanzitutto deve essere consapevole dei rischi in cui incorre, delle proprie esigenze ed obbiettivi e della propria tolleranza al rischio

Il Benchmark

La conclusione del primo capitolo avviene tramite la definizione di Benchmark e del concetto di "battere il mercato". Che cos'è un benchmark? È un parametro che rappresenta l'andamento di uno specifico mercato e che permette di comprendere se la strategia adottata dal gestore del fondo o dal consulente sta offrendo dei buoni risultati.

Alcuni esempi di benchmark sono:

- FTSE MIB, che rappresenta le principali aziende italiane quotate in Borsa.
- S&P 500, che raccoglie le 500 maggiori società statunitensi.
- Indici obbligazionari, che misurano il rendimento dei titoli di debito.

L'obiettivo di una buona gestione patrimoniale è di imitare quanto più possibile l'andamento del benchmark, fino anche a superarne il rendimento, mantenendo però sempre un livello di rischio adeguato.

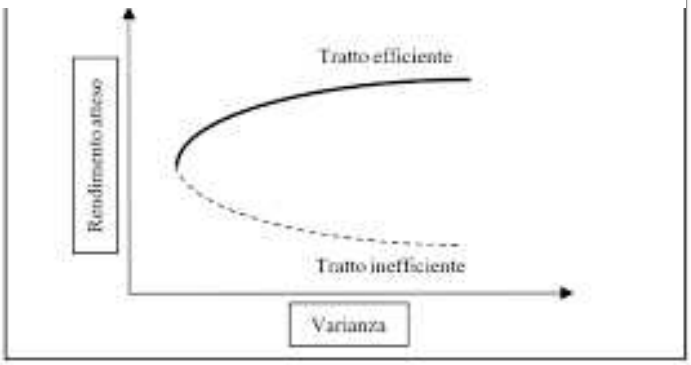
CAPITOLO 2

2.1 MARKOWITZ E LA PORTFOLIO SELECTION

L'obbiettivo principale degli investitori dovrebbe essere quello di creare un portafoglio il più propenso alle proprie caratteristiche, obbiettivi e diversificato. Harry Markowitz, nel 1952, ideò la propria teoria, andando a pubblicare l'articolo chiamato "Portfolio Selection". Consiste nell'andare a selezionare il proprio portafoglio "efficiente" secondo determinati livelli di rendimento e di rischio

Il concetto chiave di questa teoria consiste nella "frontiera efficiente", creata per mezzo dell'unione di tutti quei portafogli definiti come ottimali. Come si può notare dalla Fig.1, ogni singolo portafoglio presente sulla frontiera possiede per ogni livello di rischio un rendimento superiore a tutti gli altri portafogli a cui è associato lo stesso livello di rischio e per ogni livello di rendimento, i portafogli presenti sulla frontiera presentano un rischio minimo, ovvero un rischio che nessun portafoglio presente sul piano, avente lo stesso rendimento, possiede.

Figura 1 Frontiera efficiente



L'insieme di tutte le possibili combinazioni di portafoglio che ottimizzano il trade-off [7]tra rischio e rendimento, realizzano la frontiera efficiente

La rappresentazione è caratterizzata dalla concavità della curva e viene realizzata all'interno di un piano a due dimensioni con il parametro della Varianza, posta sull'asse delle ascisse, e il parametro del Rendimento, posto sull'asse delle ordinate.

Il fine di questa teoria è proprio quello di andare ad ottenere una combinazione ottimale.

[7] Nel linguaggio economico, il termine "trade off" viene inteso come uno scambio tra due elementi, in cui l'aumentare del primo, comporta il diminuire del secondo e viceversa

Diversificazione finanziaria

Markowitz sostiene che la diversificazione, combinando titoli con bassa correlazione o con correlazione negativa, permetterebbe ad un investitore di ridurre il rischio complessivo, quindi quello associato al portafoglio, senza rinunciare al rendimento atteso complessivo, poiché, come visto in precedenza, i singoli rendimenti dei titoli possono compensarsi, permettendo al portafoglio una maggiore stabilità

La correlazione deve essere svolta nel modo corretto. Investire in 5 diverse banche non corrisponde ad una corretta diversificazione bensì una sovraesposizione settoriale. Un'opportuna diversificazione, potrebbe essere l'acquisto sia di titoli azionari nel settore bancario, ma anche nel settore sanitario, vista la scarsa correlazione tra i due settori.

2.2 I PRINCIPI BASE DELLA TEORIA

I principi secondo cui Markowitz ha sviluppato tale teoria sono i seguenti e, al termine di questo capitolo, verranno applicati alla crisi economica del 2008 e ne verranno analizzati i risvolti.

Di seguente, viene riportato l'articolo di Performancetrading.it che va ad elencare gli assunti di tale teoria.

"*1. La ricchezza finale deve essere massimizzata, allo stesso tempo gli investitori non sono propensi al rischio*

2. Il momento in cui l'investitore investe è unico: non ci sono versamenti aggiuntivi o frazionamenti del capitale iniziale

3. I costi di transazione, legati anche all'asimmetria informativa, o le imposte non esistono.

4. La scelta di combinazione di portafoglio si basa solamente sui due elementi presenti nel piano della frontiera efficiente: il rischio e il rendimento

5. La concorrenza perfetta caratterizza il mercato"

Ciò che prevede Markowitz è dunque innanzitutto la delineazione della frontiera efficiente, andando a determinare la totalità dei portafogli che risultano ottimali e solo successivamente la costruzione di tale frontiera. Un investitore, però, prenderà una scelta soggettiva, in base

alle proprie caratteristiche individuale ed è dunque necessario introdurre il concetto della funzione di utilità.

2.3 LA FUNZIONE DI UTILITA' ATTESA

La funzione di utilità rappresenta uno strumento di natura soggettiva, poiché viene utilizzata per ordinare e valutare le diverse soluzioni presenti sulla frontiera efficiente secondo le preferenze degli investitori. La funzione permette quindi di attribuire un valore numerico ai diversi livelli di ricchezza attesi, rendendo possibile il confronto tra alternative d'investimento e la conseguente identificazione delle scelte più coerenti con le inclinazioni personali dell'investitore. Operando in questa modalità, la funzione riflette il grado di avversione o propensione al rischio del soggetto: chi tende alla prudenza assegnerà maggiore utilità a risultati più stabili e prevedibili, mentre un investitore incline al rischio privilegerà portafogli con rendimenti potenzialmente più elevati.

L'unica condizione essenziale che la funzione di utilità deve rispettare è quella di essere crescente e continua. La concavità, invece, risulta verificata quando, unendo con una retta due punti qualsiasi della funzione, l'intera curva si trova al di sotto o al massimo coincidente con tale retta.

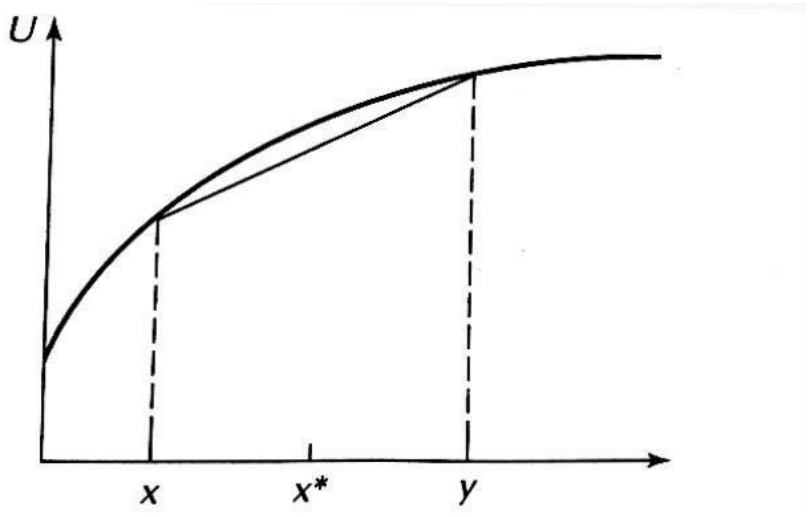


Figura 2. La funzione di utilità attesa

Funzione di utilità, premio ed evento certo

Il termine evento certo deriva dalla situazione in cui un individuo conosce già in t=0, ovvero al momento dell'investimento, l'esito del proprio investimento.

Quest'ultimo non dipende da nessuna variabile e permette all'investitore di attribuire un livello di utilità solamente in base al rendimento, che in questo caso è garantito. Questo scenario è alquanto improbabile nella realtà, ma è fondamentale per andare a definire il concetto del premio collegato al rischio.

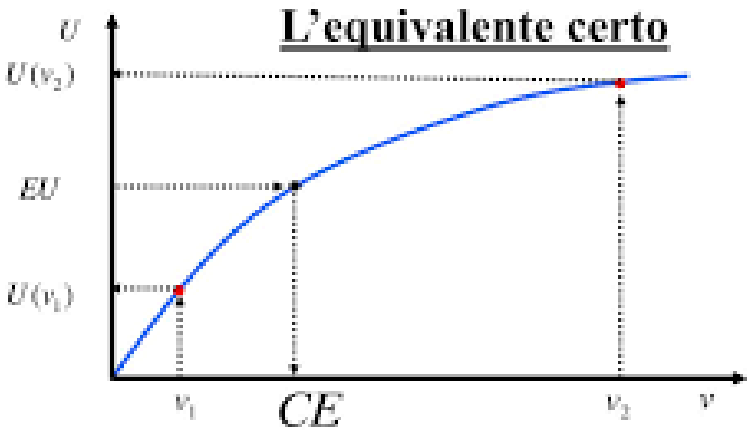


Figura 3. L'evento certo

Per comprendere la figura *N.3,* è possibile immaginare la situazione in cui ad un individuo viene offerta una somma o un rendimento che al termine sono certi e la possibilità di partecipare alla lotteria. L'evento v2 è la vincita maggiore della lotteria, al contrario v1 è la vincita minore. Il rendimento dell'evento certo o la somma di denaro offerta, come quantità, è inserita tra i due eventi. Analizzando l'asse delle ordinate invece, U(v1) e U(v2), sono le utilità attese delle due vincite, mentre EU è l'utilità dell'evento certo.

Il premio si può tradurre nella quantità di denaro aggiuntiva, che un investitore richiedere per rinunciare all'evento certo precedentemente spiegato. Misura dunque la differenza tra l'utilità del rendimento atteso di un investimento rischioso e l'utilità del rendimento certo dell'evento

CE. Nel momento in cui l'individuo preferisca il rendimento di CE, ciò implica che il rendimento dell'investimento rischioso genera una perdita nella curva dell'utilità attesa dell'investitore, rendendolo meno appetibile rispetto al rendimento certo. Questa perdita può essere compensata solamente offrendo un rendimento atteso più alto.

L'evento certo dunque serve a definire la curvatura della funzione di utilità, che è differente per ogni individuo. Maggiore è la distanza tra l'utilità del rendimento atteso dell'investimento rischioso e l'utilità dell'evento certo, che si può indicare come è stato detto con il termine "premio", maggiore sarà la concavità della curva dell'utilità attesa

2.4 ANALISI TECNICA DEL TITOLO E DEL PORTAFOGLIO DI MARKOWITZ

Il Rendimento di un titolo e di un portafoglio

Nel mondo degli investimenti, gli operatori finanziari comprano e vendono titoli con l'obiettivo di ottenere un ritorno economico, chiamato rendimento. Questo rendimento rappresenta il rapporto trail valore finale dell'investimento e il capitale inizialmente impiegato: se indichiamo con X0 la somma investita e con $X1$ l'ammontare ottenuto al termine del periodo, possiamo esprimere il rendimento lordo R come: $R = \frac{X1}{X0}$

Mentre per calcolare il tasso di rendimento, ossia la variazione percentuale del nostro investimento, che indichiamo con r, sarà

$$r = \frac{X1 - X0}{X0}$$

Tra le due grandezze sussiste la relazione semplice: $R = 1 + r$ e che ci permette di andare a riscrivere la formula in base al montante finale X1, come segue: X1= $(1 + r)$ X0

Quando l'investitore decide la composizione e il peso degli asset all'interno del portafoglio, il rendimento finale è definito dalla sommatoria dei rendimenti di tutti gli asset presenti al suo interno. Supponiamo che il portafoglio sia composto da *n* titoli, con il simbolo "*Xi*" viene indicato l'ammontare investito nel titolo i-esimo e con il simbolo "*wi*" il peso relativo al titolo *i* all'interno del portafoglio, con il vincolo che la sommatoria dei pesi dia un risultato pari a 1. Volendo calcolare dunque il rendimento totale del portafoglio Rp è possibile moltiplicare

ogni peso di ogni titolo per il rispettivo rendimento ed effettuare infine la sommatoria dei risultati.

In termini numerici, il risultato può essere ricavato dalla seguente formula:

$$Rp = \sum_{i=1}^{n} wi * ri$$

Questo principio evidenzia come la diversificazione distribuisca il rischio, consentendo di ridurre l'impatto di eventuali fluttuazioni negative su singoli titoli.
Va sottolineato che, pur essendo i pesi dei titoli noti sin dall'inizio, il rendimento del titolo stesso non è noto con certezza al momento dell'investimento inziale. Per questo motivo, il rendimento di un asset viene trattato come una variabile aleatoria, ossia una grandezza incerta che può assumere diversi valori (*X1;X2,...Xn*), a cui è associata una rispettiva probabilità che X assuma quel dato valore, che sarà sempre non negativa. Questo approccio permette di modellare la natura incerta dei mercati e di analizzare i possibili scenari futuri.
Una volta definita la variabile aleatoria, è possibile allora introdurre il concetto di valore atteso, ottenuto come la sommatoria della media ponderata di tutti i possibili valori che assume della variabile X.

Il Valore Atteso

E' definito come il risultato medio di un esperimento casuale, in cui ogni possibile risultato di tale esperimento viene moltiplicato per la probabilità relativa all'evento. Il valore atteso, definito anche Expected Value, viene ricavato come segue: $\sum_{i=1}^{n} Xi * pi$

Però, dato che l'Expected Value non ci fornisce stime sulla dispersione dei valori, ma solo una stima centrale della distribuzione, è opportuno introdurre anche il tema della varianza

La Varianza e la Correlazione

La varianza è uno strumento che ci permette di comprendere l'oscillazione dei valori attorno al suo valore atteso e quindi la variabilità dei rendimenti. Viene indicata con il simbolo σ^2 e può essere definita come: $var(x) = \sigma^2 = E[(x - \bar{x})^2] = \sum^m (x - \bar{x})^2\, p$

L'argomento $(x - \bar{x})^2$ non può mai fornire un risultato negativo, poiché elevato alla seconda. Tanto è grande, tanto grande sarà lo scostamento attorno al valore atteso e maggiore sarà perciò la varianza. Essendo la varianza σ^2 elevata alla seconda, è opportuno andare ad estrarre la radice e trovare dunque la deviazione standard, che come abbiamo visto in precedenza, non è nient'altro che un suo indicatore, grazie all'aiuto della seguente formula: $\sigma_x = \sqrt{E[(x - \bar{x})^2]}$

Covarianza

Nei paragrafi precedenti, il termine correlazione è stato definito come la dipendenza tra due settori, ma in termini più generali, è possibile dire, tra due variabili.

Due variabili aleatorie possono dipende l'una dall'altra. Che cosa si intende per il termine "dipendere"? Quando una delle due variabili cambia, ciò potrebbe provocare il cambiamento anche dell'altra. Potrebbe perché le due variabili potrebbero essere anche indipendenti.

Innanzitutto, è opportuno definire il termine covarianza come il valore atteso della differenza tra la variabile x e la sua media, moltiplicata per la differenza tra la variabile y e la sua rispettiva media. Tale formula può essere scritta come segue: $\sigma_{xy} = cov(x, y) = E[(x - \bar{x})(y - \bar{y})]$ e può assumere valori all'interno dell'intervallo compreso tra $[-\sigma_x\sigma_y , \sigma_x\sigma_y]$.

Come anticipato in precedenza, se la Covarianza è pari a 0, allora le due variabili verranno definite come indipendenti. Se la covarianza dovesse fornire un valore positivo, ciò significherebbe che la variazione di una comporterebbe la variazione dell'altra nello stesso verso. Al contrario, in caso di risultato negativo, il verso della variazione delle due variabili sarà opposto.

Per rendere più immediata la comprensione della relazione tra due titoli, è possibile andare ad esaminare un altro valore: la correlazione. Il termine è rappresentato dal rapporto tra la covarianza di due variabili aleatorie e il prodotto della deviazione standard delle singole variabili e viene definita con il simbolo ρ. Tale coefficiente misura la forza della relazione lineare tra due variabili aleatorie.

$$\rho xy = \frac{\sigma xy}{\sigma x \sigma y}$$

Il valore che tale coefficiente può assumere è compreso nell'intervallo $[-1, 1]$

Per $\rho \leq 1$ le due variabili sono correlate positivamente e si muovono nello stesso verso;

Per $\rho < 0$ vi è una correlazione negativa e le due variabili si muovono in verso opposto;

Quando $\rho = 1$ vi è una correlazione perfettamente positiva e dunque le due variabili si muovono seguendo lo stesso verso e in ugual misura. Quando invece $\rho = -1$ la correlazione risulta perfettamente negativa tra le due variabili e quindi si muovono come prima in ugual misura, ma nel verso opposto.

Infine, quando $\rho = 0$, le due variabili sono indipendenti.

2.5 LIMITI DELLA "PORTFOLIO SELECTION"

La teoria dell'economista statunitense è stata di straordinaria importanza, poiché ha rivoluzionato il modo di approcciare gli investimenti e il mondo finanziario. Tuttavia, è possibile riscontrare all'interno dei suoi presupposti alcuni limiti, che rendono la teoria inapplicabile alla realtà, come vedremo nel caso della Crisi Finanziaria del 2008.

Talli assunti sarà possibile analizzarli in maniera approfondita successivamente, nel paragrafo che mette paragona la situazione antecedente alla crisi, con la teoria. ma è opportuno anticipare alcuni concetti della teoria per poi sottolineare come anche gli investitori influenzano il mercato e ciò permette di smentire i presupposti della razionalità degli investitori e dell'efficienza del mercato.

Un esempio che questa teoria non è adattabile alla realtà, è da sottolineare nel presupposto che non esistono costi di transazione associati agli investimenti, come non esistono imposte che influenzano le decisioni degli investitori. Nella realtà non può esistere questo presupposto, poiché anche quando vengono acquistati i titoli, l'operazione implica dei costi di commissione da pagare all'intermediario. Allo stesso modo, anche le tasse influiscono andando a ridurre i rendimenti. Ponendo il caso infatti dell'acquisto di un titolo in t=0 e della

rivendita dello stesso titolo in t=1 ma ad un prezzo maggiore, l'investitore sarà costretto a pagare una tassa sul rendimento generato.

Limiti comportamentali

Gli investitori sono considerati razionali secondo Markowitz e assumono quindi decisioni solamente in base al rischio e al rendimento, privando le scelte di emozioni. Nella realtà ciò non accade. Nel corso degli anni '70 e '80, gli studiosi Daniel Kahneman e Adam Tversky, dimostrarono che gli investitori assumono decisioni seguendo scorciatoie mentali e condizionati dalle emozioni. Di seguito, vengono analizzati i comportamenti più frequenti.

I comportamenti che assumono e che verranno analizzati, si riversano sul mercato rendendolo non perfettamente efficiente, per i quali possono verificarsi casi come nel 2008. Solo questo permette di smentire uno dei presupposti di questa teoria che prevedere l'esistenza di mercati efficienti.

Le bolle speculative come quella del 2008, vengono a crearsi a causa della Fear of Missing Out, ovvero quell'emozione che spinge ad investire per paura di perdersi potenziali occasioni in cui tutti stanno investendo. La tendenza è proprio quella di seguire la massa e investire senza analizzare razionalmente, andando ad alimentare la crescita spropositata di un mercato, senza considerare il vero valore.

I bias degli investitori inerenti al comportamento sono legati anche alle proprie capacità. Un investitore nel momento in cui va ad investire tende a sovrastimare le proprie abilità, credendo di conoscere i mercati, andando a effettuare analisi superficiali. Proprio riguardo alla conoscenza, molti investitori incorrono in sovraesposizione geografica, andando ad inserire all'interno del proprio portafoglio, solo asset del proprio Paese, a discapito di quelli esteri. Questo è definito come home bias, ovvero bias domestico.

Anche le informazioni giocano un ruolo fondamentale nelle decisioni degli investitori. Per esempio, il "Confirmation Bias" è l'errore dell'individuo nell'andare a ricercare solamente quelle informazioni che confermano la nostra idea, andando a rifutare, non considerare o atribuire poca importanza a quelle che la smentiscono. Oppure, il "Recency Bias" secondo il quale, le informazioni e gli eventi recenti, si riversino sul presente. Non è corretto infatti

pensare che se un titolo ieri ha visto crescere la propria valutazione, questo si ripeta anche il giorno successivo.

2. 6 EVOLUZIONE DELLA PORTFOLIO SELECTION

Nel suo articolo Markowitz tratta la gestione del portafoglio con un approccio quantitativo, considerando rischio e rendimento. L'importanza della sua teoria, è dettata anche dal concetto della diversificazione e che quindi la valutazione dei singoli titoli non è ottimale, bensì lo è quella dell'interazione complessiva degli asset inseriti all'interno del portafoglio.

Da questa teoria si evolvono successivi modelli come la Capital Market Line (CML) e il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Questi hanno lo scopo di evolvere la teoria di Markowitz.

Capital Market Line

La Capital Market Line ha l'obbiettivo di ampliare la teoria dell'economista statunitense, inserendo all'interno della valutazione anche un titolo privo di rischio, come un titolo di Stato. La combinazione di portafoglio dunque può avvenire non solo tra titoli rischiosi, ma anche privi di rischio.

Consideriamo il rendimento del titolo privo di rischio Rf e il rendimento del portafoglio di mercato Rm. Il rendimento atteso del portafoglio E(Rp) sarà :

$$Rp = Rf + w(E(Rm) - Rf)$$

Dove w è il capitale investito nel portafoglio di mercato legato alla deviazione standard come segue: $\sigma p = w * \sigma m$

Se si sostituisce all'interno della prima formula il w si ottiene la relazione che segue:

$$Rp = Rf + (E(Rm) - Rf) * \frac{\sigma p}{\sigma m}$$

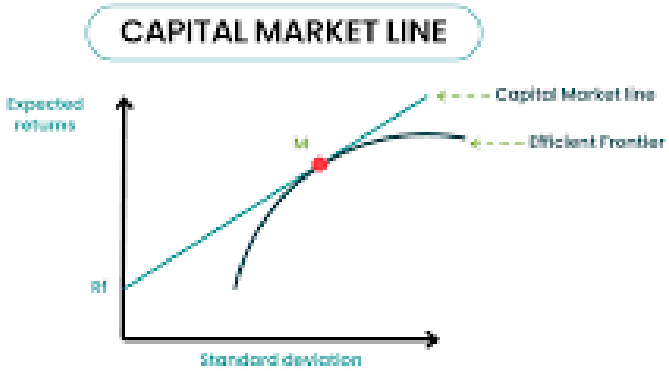


Figura 4. Capital Market Line

L'investitore si muove dunque lungo la retta che rappresenta la combinazione tra portafoglio di mercato e il titolo privo di rischio, che parte dal punto Rf, punto tangente all'asse delle ordinate poiché prive di rischio. Il punto di tangenza indicato come M rappresenta il portafoglio di mercato, ovvero il portafoglio ottimale che, secondo il modello, ogni investitore razionale dovrebbe avere senza considerare l'avversione al rischio del singolo individuo

In questo modo viene a crearsi un insieme di combinazione che non sarà curvilineo, ma lineare. Questo perché quando un investitore combina titoli rischiosi con correlazioni differenti, la riduzione non cresce in maniera lineare e quindi costante, ma diminuisce in maniera decrescente, generando la concavità della frontiera.

Nel caso della CML, la combinazione avviene anche con l'inserimento di asset privi di rischio.

Il titolo privo di rischio Rf ha una covarianza con il titolo rischioso Ri pari a 0. Questa viene definita infatti come abbiamo visto precedenza, come segue:

$$Cov(Rf, Ri) = E[(Rf - E(Rf)] * [Ri - E(Ri)]$$

Essendo però Rf=E(Rf) allora la covarianza sarà nulla e dunque non sarà presente alcuna interazione e il rischio complessivo del portafoglio dipenderà solamente dal portafoglio rischioso. Di conseguenza, l'investitore assumerà un rischio che crescerà proporzionalmente alla percentuale di portafoglio investito nel titolo rischioso.

Anche la CML però si basa su concetti che possono presentare alcune complicazioni. Come per la Portfolio Selection, anche questo modello implica la razionalità degli investitori, l'indebitamento privo di rischio e l'assenza di costi di transazione e imposte. Tuttavia, è

opportuno sottolineare anche altre complicazioni associate al modello.
La prima osservazione è da fare sull'assenza totale di rischiosità dei titoli di Stato. Nella realtà anche questi asset presentano dei rischi come l'inflazione, tassi d'interesse e rischi de default, dunque non esiste un titolo che assume rischio zero.
Un'ulteriore precisazione riguarda il portafoglio di mercato. Questo esisterebbe se tutti gli investitori avessero le stesse informazioni e le stesse aspettative sui rendimenti e sul rischio dei titoli. Nella realtà sono eterogenee, impedendo l'esistenza di un portafoglio universale.

Il CAPM

Il modello estende la relazione rischio-rendimento ai singoli titoli, al contrario dei modelli precedenti. In un mercato in equilibrio, il rendimento di ogni asset dipende solamente dal rischio sistematico e quindi dalla sensibilità del singolo titolo nei confronti delle variazioni del mercato. Questa viene indicata dal coefficiente Beta e misura quindi il movimento del titolo condizionatamente a quello del mercato complessivo.
La formula legata a questo modello è la seguente:

$$E(Ri) = Rf + \beta[E(Rm) - Rf)$$

Il rendimento del singolo titolo è dunque dettato dal rendimento del titolo privo di rischio sommato alla rischiosità del premio per il rischio, ovvero $E(Rm) - Rf$ moltiplicato per la sensibilità Beta. Questo coefficiente, se superiore ad 1, indica che il titolo presenta movimenti d mercato maggiori e che quindi richiede anche un rendimento atteso maggiore. Al contrario, se inferiore a 1, il titolo si muove in maniera meno accentuata, prevedendo dunque anche un rendimento atteso minore rispetto a quello di mercato. La conseguenza della formula, consiste nel concetto che gli investitori vengano ricompensati solamente per il rischio che non possono diversificare

Come per i modelli precedenti, anche in questo non vengono prese in considerazione i costi, il mercato viene considerato efficiente e che gli investitori possano prendere in preestito il capitale ad un tasso privo di rischio
E' opportuno però analizzare anche la problematica legata al coefficiente Beta.

L'osservazione più importante è la misura Beta, considerata come unica misura del rischio, che però non può spiegare interamente le variazioni dei titoli, che possono essere legati a shock imprevisti, eventi straordinari. Questo comporta che il modello risulta impreciso.

LA SOLUZIONE DEI FRATELLI BODNAR AI LIMITI DI MARKOWITZ

La costruzione della frontiera efficiente è semplicemente un calcolo matematico, infatti conoscendo il vettore dei rendimenti attesi μ e la matrice di covarianza , risulta possibile ottenere combinazioni efficienti. Nella realtà, i dati a disposizione sono delle stime realizzate in base ai dati storici e quindi questi valori teorici possono portare ad errori.

Gli studi hanno dimostrato che gli stimatori classici "plug-in", cioè quelli che sostituiscono e con medie e covarianze calcolate dai dati, tendono a sovrastimare il rendimento atteso dei portafogli efficienti e a sottostimare il rischio. Questo fenomeno, noto come bias campionario, può portare gli investitori a costruire portafogli sbilanciati, soprattutto quando il numero di osservazioni è limitato o i dati sono instabili.

Una soluzione importante a questo problema è stata proposta da Olha e Taras Bodnar nel 2010, che hanno introdotto una correzione statistica che ha permesso di rendere la frontiera efficiente non distorta, definita anche come "unbiased efficient frontier".
La frontiera efficiente di Markowitz si basa sui rendimenti medi e sulla matrice di covarianza. Per andare a definire questi due fattori, vengono utilizzate delle stime campionarie, però in quanto tali, comportano talvolta degli errori.
Ciò rende per esempio la frontiera efficiente, più di quanto in realtà sia, e quindi i rendimenti vengono sovrastimati e i rischi sottostimati. Il bias non è costante ma cresce tanto quanto il numero di asset p si avvicina al numero di osservazioni n.
Il loro contributo si basa sulla definizione di quanto questo errore sia effettivamente grande.
Durante i loro studi, i parametri stimati per la frontiera efficiente come il rendimento medio del portafoglio, ovvero il portafoglio sulla frontiera a cui è associato il rischio più basso, la sua varianza ed è stata calcolata la differenza tra questi valori stimati e quelli della realtà. Hanno poi introdotto dei sistemi di correzione, che hanno permesso di rendere i dati relativi alla frontiera meno distorti e più realistici.

Un altro problema da loro affrontato è stato l'errore della stima nel momento in cui il numero di asset è particolarmente alto a confronto delle osservazioni disponibili. Nel 2024 La loro soluzione è definita da una teoria ad alta dimensione in cui sia p che n crescono insieme, in modo tale da avere una stima consistente e che non cambi in maniera notevole con l'aggiunta di qualche dato.

I loro studi, in particolare quelli più recenti dunque hanno reso la frontiera più "concreta", meno distorta e che rispecchia maggiormente la realtà. Le loro modifiche permettono una stima più accurata del rischio e il miglioramento dell'affidabilità di decisione di investimento basate su modelli quantitativi

2.7 LA CRISI ECONOMICA DEL 2008 A CONFRONTO CON MARKOWITZ

Negli anni Ottanta, sotto la presidenza di Ronald Reagan, gli Stati Uniti stabilirono un ampio processo di deregolamentazione finanziaria destinato a trasformare profondamente l'economia americana nei trent'anni successivi.

Nel 1999, venne revocato il Glass-Steagall Act. La sua abrogazione venne sostenuta dal presidente della Federal Reserve[8], Alan Greenspan. La legge, risalente al 1933, aveva imposto una rigida separazione tra banche commerciali e banche d'investimento. La sua abrogazione consentì il ritorno alla banca universale, permettendo alle stesse istituzioni di svolgere simultaneamente attività di credito e di investimento.

Parallelamente, nel 1982, la deregolamentazione delle compagnie di risparmio e prestiti consentì loro l'utilizzo dei depositi della clientela, anche per operazioni definite rischiose, aumentando la vulnerabilità del sistema.

Tali misure, proseguite anche durante le amministrazioni successive, portarono progressivamente a una forte concentrazione del potere finanziario: a fine anni Novanta il mercato americano era dominato da poche, gigantesche istituzioni, ritenute troppo grandi per fallire, secondo il concetto di "Too Big to Fail".

Nel 2001 il panorama finanziario statunitense risultava così fortemente concentrato: cinque grandi banche d'investimento (Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Bear

[8] È la banca centrale negli Stati Uniti, l'equivalente della Banca Centrale Europea (BCE) per l'Europa

Stearns e Merrill Lynch) e tre principali agenzie di rating (Moody's, Standard & Poor's e Fitch) controllavano la maggior parte delle attività.

Questa concentrazione, unita alla convinzione che il sistema fosse autoregolante, costituì la base della crisi che sarebbe esplosa pochi anni dopo.

Agli inizi del 2007, nessuno immaginava che nel giro di due anni il mondo avrebbe affrontato la peggiore crisi economica dai tempi della Grande Depressione. In seguito allo scoppio della bolla tecnologica del 2000, la Federal Reserve aveva attuato una riduzione drastica dei tassi d'interesse, stimolando la ripresa e incentivando il credito. L'apparente stabilità e crescita del mercato, unitamente ai bassi rendimenti di altri strumenti finanziari, spinsero gli investitori verso il mercato immobiliare, favorendo la nascita di una bolla speculativa.

La deregolamentazione e le nuove tecnologie permisero la creazione di strumenti finanziari complessi, come i derivati e le cartolarizzazioni. Tali meccanismi consentivano alle banche di trasferire i rischi di credito a terzi, riducendo gli incentivi a verificare la solvibilità dei debitori.

Questo sistema, apparentemente virtuoso, generò invece una catena di rischi nascosti che esplosero con la crisi del 2008.

Le cause della Crisi

Le radici della crisi affondano nella politica economica statunitense degli anni Settanta e Ottanta, orientata verso una progressiva liberalizzazione dei mercati finanziari. La riduzione dei controlli e delle regole permise alle istituzioni di operare con maggiore libertà, ma anche con minore trasparenza e maggiore esposizione al rischio.

Parallelamente, la legge Community Reinvestment Act del 1977 incoraggiò le banche a concedere mutui anche a famiglie con basso reddito o scarsa solvibilità, contribuendo all'espansione dei cosiddetti mutui subprime.

La bolla immobiliare venne incentivata anche dal notevole afflusso di investimenti provenienti dall'Asia, a causa della crisi asiatica e russa.

Dopo lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000, la politica monetaria espansiva della Fed alimentò la fiducia nel mercato, spingendo verso un indebitamento sempre picrescente.

Il prezzo delle case subì una crescita talmente importante che rendeva i prezzi imparagonabili ai valori reali. Nel frattempo, la popolazione aumentò l'indebitamento totale, portando le banche ad investire in maniera sempre più rischiosa non considerando le riserve.

Il sistema crollò nel momento in cui la maggior parte delle posizioni di debito non riuscì più a far fronte ai propri impegni. Il sistema finanziario ombra risultò fondamentale per la crisi, poichè le banche continuarono a concedere prestiti anche prestiti ad alto rischio, senza l'intervento dei controlli tradizionali.

Nel 2006-2007 la bolla scoppiò. I debitori non riuscirono più a pagare i mutui, i prezzi delle case crollò, insieme alla fiducia tra le istituzioni finanziarie e nel mondo degli investimenti, causando una crisi di liquidità che si è riversata su tutto il mondo, ma anche verso il mondo finanziario causando un ingente calo sia dei titoli dei mutui, ma anche ai mercati ed un rallentamento economico globale

Le economie più esposte al sistema finanziario americano – come Europa, Giappone e Cina – subirono effetti devastanti.

La crisi si riversò sugli stati ed ebbe un pesante impatto sui debiti sovrani, in particolare nei paesi dell'Europa meridionale come Grecia, Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda.

I governi furono costretti a intervenire con salvataggi bancari e misure straordinarie, aggravando i deficit pubblici e provocando l'aumento degli spread sui titoli di Stato.

La situazione economica si riversò drasticamente anche sulla popolazione. Si registrò un'importante perdita di ricchezza, oltre a situazioni di pignoramento dei beni e di disoccupazione. Inoltre, la produzione industriale subì un forte rallentamento e gli scambi commerciali vennero pesantemente ridotti.

Assunti della teoria di Markowitz

È importante ora riprendere e analizzare nel dettaglio gli assunti di Markowitz, precedentemente visti, nei paragrafi precedenti

Uno dei fondamenti della teoria del portafoglio elaborata da Harry Markowitz è l'ipotesi di un mercato perfettamente concorrenziale, nel quale gli operatori economici non sono in grado di influenzare i prezzi di mercato.

La disponibilità delle informazioni dunque risultata un presupposto fondamentale. Solo nella condizione in cui tutti i soggetti possono accedere e fruire alle stesse condizioni, in modo simultaneo e privi di costi alle informazioni, il mercato si può definire come efficiente.

L'efficienza dei mercati può manifestarsi con diversi gradi di intensità, come sosteneva Eugene Fama[9]. Nella forma debole, i prezzi riflettono esclusivamente le informazioni passate, e quindi gli andamenti storici non possono essere utilizzati per prevedere i movimenti futuri, poiché i titoli seguono un "random walk", ossia un percorso casuale. La forma semiforte di efficienza, invece, implica che i prezzi tengano conto non solo dei dati storici, ma anche di tutte le informazioni pubbliche disponibili, reagendo immediatamente a nuove notizie, come bilanci societari, fusioni o emissioni di azioni.

Infine, nel caso di efficienza forte, i prezzi di mercato vengono determinati sia dalle informazioni pubbliche sia da quelle riservate, detenute dagli insider e dai membri dei consigli di amministrazione.

Assumendo la perfetta concorrenza, Markowitz implicitamente presuppone che il mercato si trovi nella condizione di efficienza forte, cioè che non esista asimmetria informativa e che tutti dispongano di conoscenze complete e veritiere.

Inoltre, in tale contesto gli operatori agiscono come price taker, accettando il prezzo di mercato come dato oggettivo e non influenzabile.

Un altro pilastro della teoria è rappresentato dall'idea che gli investitori siano perfettamente razionali, di conseguenza le scelte di investimento dipendono solamente dalla massimizzazione del rendimento e minimizzazione del rischio, escludendo qualunque scelta dettata da emozioni.

Secondo Markowitz, le decisioni non sono influenzate da esperienze passate o da considerazioni emotive, ma da valutazioni logiche legate alle aspettative di ricchezza futura.

Il modello presuppone inoltre che non esistano imposte o costi di transazione, i quali nella realtà si manifestano sotto forma di spese, tempi di ricerca delle informazioni e costi di intermediazione. L'assenza di tali costi implica un mercato perfettamente efficiente, dove la

[9] Economista e accademico statunitense, nato nel 1939, che studiò l'efficienza dei mercati

razionalità non è limitata e l'informazione è immediatamente accessibile. Altro presupposto è la possibilità per i soggetti che investono nel mercato di accedere illimitatamente al capitale e di poterlo restituire a un tasso di interesse privo di rischio, tendenzialmente associato ad obbligazioni di Stato. Una condizione che consente di combinare in modo ottimale titoli rischiosi e titoli privi di rischio nel portafoglio.

Infine, Markowitz ipotizza un orizzonte temporale uniperiodale, uguale per tutti gli operatori, entro cui vengono compiute le decisioni di investimento.

Tale visione fu successivamente estesa dall'economista norvegese Jan Mossin[10], il quale nel 1968 propose un modello multiperiodale. Egli osservò che gli investitori non operano in un singolo periodo isolato, ma lungo una serie di sottoperiodi in cui possono ribilanciare il portafoglio. Secondo Mossin, le scelte di investimento in ogni fase dipendono dai risultati precedenti e dalle opportunità future, e la massimizzazione dell'utilità deve essere considerata su un orizzonte intertemporale.

Il confronto tra Markowitz e il periodo antecedente alla crisi

Il modello di Markowitz rappresenta un riferimento teorico valido solo finché i suoi presupposti fondamentali trovano riscontro nella realtà. Nel periodo antecedente alla crisi e durante essa, la maggior parte dei presupposti della teoria della "Portfolio Selection" non vennero rispettati.

Il primo elemento riguarda la perfetta concorrenza. Negli anni precedenti alla crisi, la deregolamentazione – con leggi come il Garn–St. Germain Act (1982), il Riegle–Neal Act (1994) e il Commodity Futures Modernization Act (2000) – aveva favorito una concentrazione del potere in poche grandi banche. Il fallimento di una sola di esse, come nel caso di Lehman Brothers nel 2008, dimostrò quanto fosse fragile il sistema.

L'ipotesi di informazione perfetta e di mercato efficiente fu anch'essa smentita: le agenzie di rating non fornirono valutazioni accurate, e molte società nascosero le reali condizioni patrimoniali, alterando i bilanci.

[10] Economista statunitense che ha contribuito, tra i suoi lavori, alla realizzazione del modello CAPM

In un contesto del genere, i prezzi di mercato non riflettevano il valore reale degli asset, contraddicendo pienamente l'assunto di efficienza forte.

Neppure l'ipotesi di razionalità degli investitori trovò conferma. L'eccessiva fiducia nella crescita del mercato immobiliare e la sottovalutazione del rischio dimostrarono che le decisioni di investimento furono spesso guidate da fattori emotivi e comportamentali.

A partire da tali evidenze, si sviluppò il filone della finanza comportamentale, che interpreta i mercati tenendo conto dell'irrazionalità umana.

La teoria del prospetto di Kahneman e Tversky (1979) mostra come gli investitori siano avversi alle perdite e influenzati da esperienze pregresse, preferendo decisioni che minimizzano i rischi percepiti più che quelli reali.

L'assunto di assenza di costi di transazione fu anch'esso violato.

Durante la crisi, l'aumento dell'asimmetria informativa e la perdita di fiducia nel sistema bancario determinarono un innalzamento dei costi legati all'accesso al credito e alla raccolta delle informazioni. Inoltre, la liquidità di mercato si ridusse drasticamente, rendendo le transazioni più lente e costose.

Infine, l'ipotesi che gli investitori potessero prendere a prestito capitale illimitato al tasso privo di rischio risultò palesemente irrealistica.

Nella realtà, i tassi applicati dipendono sempre dal merito creditizio e dalla capacità di rimborso.

L'esempio dei mutui a tasso variabile (ARMs) lo dimostra: tassi inizialmente bassi (4%) aumentarono fino a superare il 10%, rendendo impossibile per molti mutuatari onorare i propri debiti e causando un'ondata di insolvenze.

A seguito della crisi, i governi introdussero nuove normative per rendere più sicuro il sistema finanziario. In particolare, nel 2011 vennero approvati gli Accordi di Basilea III, che stabilirono requisiti patrimoniali più stringenti, controlli prudenziali e maggiore trasparenza informativa.

Queste riforme mirano a evitare che simili crisi possano ripetersi, imponendo alle banche di mantenere riserve adeguate e di gestire i rischi in modo più responsabile.

CONCLUSIONI

Il confronto tra gli assunti teorici di Markowitz e le condizioni reali dei mercati finanziari nel 2008 mostra un chiaro scostamento tra modello e realtà.

Le ipotesi di mercato perfettamente concorrenziale, razionalità degli investitori e assenza di costi di transazione si rivelarono inapplicabili nel contesto della crisi.

La teoria del portafoglio, pur rappresentando un contributo fondamentale alla finanza moderna, non è riuscita a spiegare i comportamenti e le dinamiche che hanno caratterizzato la crisi dei mutui subprime.

Le decisioni degli operatori furono condizionate da fattori psicologici, aspettative eccessivamente ottimistiche e asimmetrie informative, elementi oggi studiati dalla finanza comportamentale.

L'esperienza del 2008 ha quindi evidenziato i limiti dei modelli puramente teorici basati su razionalità e mercati efficienti, sottolineando la necessità di un approcciopiù realistico, capace di integrare la complessità dei comportamenti umani e delle interazioni economiche.

CAPITOLO 3

La consulenza finanziaria non è semplicemente un'attività tecnica di allocazione del capitale. Al contrario, essa rappresenta un processo articolato e personalizzato, il cui scopo è accompagnare l'investitore, spesso privo di competenze specifiche, in un percorso orientato al raggiungimento di obbiettivi precisi. Perché la consulenza sia efficace e porti valore aggiunto, è necessario seguire un insieme ben definito di fasi, ciascuna delle quali svolge un ruolo cruciale nella definizione della relazione tra consulente e cliente.

3.1 LE FASI DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

L'approccio moderno alla consulenza finanziaria si fonda su un principio fondamentale: non esistono soluzioni finanziarie buone o cattive in senso assoluto, ma solo soluzioni coerenti o incoerenti rispetto alle caratteristiche e alle esigenze del cliente. Questo significa che ogni progettualità (proposta) deve essere calata nella realtà specifica della persona, tenendo conto della sua storia, dei suoi valori, dei suoi obiettivi, della sua disponibilità economica, ma anche del rischio che è disposto ad assumersi e del tempo che vuole dedicare al raggiungimento dell'obbiettivo

La consulenza, quindi, è un processo umano prima ancora che tecnico. Le fasi che lo compongono devono rispettare questa doppia dimensione: deve sempre essere impostata secondo le caratteristiche e volontà del cliente, rispettando l'investitore anche attraverso il rispetto delle normative; successivamente la relazione che si instaura tra le due parti, ovvero cliente e consulente, è altresì importante per costruire un rapporto che duri nel tempo, basato sul confronto tra due persone e delle proprie idee.

La Profilatura MiFID

Nel contesto della consulenza finanziaria, uno degli strumenti più significativi è rappresentato dal questionario di profilatura. Non deve essere inteso da nessuna delle due parti solamente come un passaggio burocratico e superficiale, ma di una fase essenziale per costruire una relazione efficace e duratura tra cliente e consulente. Attraverso il questionario, la banca ha la possibilità di acquisire una conoscenza profonda del cliente, delle sue aspettative, dei suoi obiettivi e del suo grado di avversione al rischio. Il questionario in altre parole disegna un

perimetro condiviso che permette di delimitare le soluzioni d'investimento realmente personalizzate e, soprattutto, adeguate al profilo del cliente. .

La Direttiva MIFID II ha il compito di raccogliere ogni tipologia di aspetto legato al cliente, ancor prima di andare a discutere della costruzione del portafoglio di quest'ultimo. La raccolta avviene con uno scopo ben preciso, ovvero quello di evitare che il patrimonio dell'investitore non sia sottoposto a rischi che non sono adatti al suo profilo. Serve al consulente anche per conoscere la persona con cui si sta interfacciando, con l'obbiettivo di rendere solido il legame e offrire un servizio, non solo numerico, ma anche umano.

Il questionario è strutturato in più sezioni, ciascuna dedicata all'analisi di aspetti fondamentali per la costruzione di un portafoglio coerente.

La prima, contiene domande che hanno lo scopo di comprendere la conoscenza in ambito finanziario del cliente, ma anche la sua esperienza nel campo. Vengono valutati fattori come l'impiego , il livello di istruzione, l'eventuale formazione specifica in ambito economico-finanziario e l'abitudine a monitorare l'andamento dei mercati. Inoltre, viene esplorata anche l'operatività pregressa del cliente, sia con la banca stessa che con altri intermediari, prendendo in considerazione la tipologia di strumenti utilizzati, la frequenza e il controvalore delle operazioni. Questa sezione è fondamentale perché consente al consulente di calibrare in modo corretto il linguaggio e il livello di approfondimento delle proprie raccomandazioni, garantendo un dialogo equilibrato tra competenze tecniche e chiarezza comunicativa.

Successivamente, il questionario entra nel merito della situazione patrimoniale e reddituale del cliente. Viene richiesta una situazione aggiornata del patrimonio mobiliare e immobiliare, dei redditi percepiti, degli eventuali debiti e impegni finanziari in corso e della presenza o meno di persone a carico. L'obiettivo è verificare che le raccomandazioni d'investimento siano sostenibili dal punto di vista economico-finanziario e non espongano il cliente a perdite che potrebbero compromettere la sua stabilità finanziaria. Si tratta, quindi, di una valutazione oggettiva della capacità di assorbire eventuali shock di mercato, indipendentemente dalla propensione soggettiva al rischio.

Delineata la situazione patrimoniale e reddituale del cliente, il questionario indaga gli obiettivi d'investimento e la propensione (o la tolleranza) al rischio dell'intervistato. Viene chiesto al cliente di esprimere il proprio atteggiamento nei confronti del rischio finanziario, indicando

se è disposto a tollerare oscillazioni, anche significative, del capitale investito in cambio di maggiori rendimenti, oppure se preferisce soluzioni più caute e stabili. A supporto di questa valutazione, la banca utilizza strumenti quantitativi come la Value at Risk (VaR[11]). Questo consente di fornire al cliente una rappresentazione concreta del rischio, tradotta in valori numerici, così da facilitarne la comprensione e l'accettazione o il rifiuto consapevole, nonché il confronto fra strumenti d'investimento diversi.

Un altro aspetto rilevato è la definizione dell'orizzonte temporale. L'investimento, infatti, può essere orientato al breve, medio o lungo termine, e questa scelta incide direttamente sulla selezione degli strumenti finanziari più idonei. Un cliente che ha bisogno di liquidità entro pochi mesi tenderà a privilegiare soluzioni meno volatili, mentre se un investitore che ha a sua disposizione un orizzonte temporale di diversi anni potrebbe essere maggiormente propenso ad accettare un'esposizione al rischio, nella prospettiva di ottenere rendimenti più elevati nel tempo.

Un regolamento europeo degli ultimi anni, più precisamente del 2019, ha obbligato le istituzioni finanziarie a dichiarare il livello di sostenibilità dei propri prodotti. A fronte delle direttive europee in materia di finanza sostenibile viene proposto al cliente la possibilità orientare i propri investimenti anche in base a criteri ambientali, sociali o di buona governance, i cosiddetti criteri ESG. L'investitore potrebbe ritenere alcuni ambiti particolarmente importanti e di conseguenza è opportuno permettergli di investire in tali contesti. Ne sono un esempio le società che investono molto nell'energia rinnovabile a discapito dell'utilizzo dell'energia non rinnovabile oppure le società che investono nella riduzione dei gas serra o ancora, quelle che si impegnano nell'ambito dei diritti dei lavoratori, come Microsoft, che ha attuato diverse politiche di inclusione e welfare dei dipendenti

Questo passaggio dimostra come la consulenza finanziaria moderna non si limiti più a una gestione del capitale, ma aspiri a considerare anche valori e priorità del singolo investitore, con una crescente attenzione all'impatto etico e ambientale delle scelte economiche.

Il questionario si chiude con una sezione dedicata alle esigenze assicurative, che talvolta vengono trascurate nel dialogo tra cliente e consulente. Eppure, i prodotti assicurativi possono

[11] Misura la perdita potenziale massima attesa in un determinato orizzonte temporale con un certo livello di probabilità

svolgere un ruolo importante non solo nella protezione del capitale, ma anche nella pianificazione successoria. Offrono, infatti, vantaggi rilevanti come la possibilità di designare beneficiari specifici, l'esenzione da imposte di successione, la non pignorabilità delle somme assicurate e una fiscalità agevolata. È quindi opportuno che il consulente tenga conto di queste esigenze nella costruzione del portafoglio complessivo.

In conclusione, il questionario di profilatura non è un semplice modulo da compilare, ma rappresenta il cuore della consulenza finanziaria moderna. È il momento in cui il consulente, attraverso un'interazione strutturata ed empatica, raccoglie le informazioni necessarie per costruire un piano di investimento autenticamente su misura. Non si tratta soltanto di dati e numeri, ma di ascolto, di dialogo, di comprensione reciproca. Per coerenza, cambia ogni volta che nella vita dell'investitore cambia qualcosa che modifica l'impostazione data al suo patrimonio finanziario. In generale, in base al servizio che ho analizzato insieme al consulente, avviene una verifica ogni 3 anni che permette di capire se qualcosa è cambiato o meno.

Ascolto, relazione e definizione degli obiettivi

Conclusa la profilatura, la vera consulenza comincia e lo fa entrando in una dimensione che va oltre il lato economico, ovvero quella della relazione umana. Conoscere il cliente, infatti, non significa solo capire quanto denaro ha a disposizione o quale rendimento desidera, ma entrare nel suo mondo, comprendere come pensa, come decide, cosa lo spaventa e cosa lo motiva.

Molti clienti si presentano con richieste vaghe, spesso condizionate da emozioni: "Voglio stare tranquillo e non guardare i miei investimenti", "Non voglio perdere neanche un centesimo del mio patrimonio". Queste affermazioni esprimono bisogni reali, ma non possono essere definiti come obiettivi, poiché non concreti. Il compito del consulente è quindi quello di aiutare il cliente a tradurre le emozioni in obiettivi misurabili e temporalmente definiti da raggiungere.

La frase: "Voglio stare tranquillo" può essere tradotto in "Voglio creare un fondo di emergenza in modo tale da coprire le mie spese fisse". Oppure la dichiarazione "Non voglio perdere soldi" si potrebbe chiedere se si intende sempre o in un determinato arco di tempo,

oppure può essere interpretato come:” Vorrei costruire un portafoglio che non sia esposto in maniera eccessiva al rischio”.

In questa fase è fondamentale costruire una relazione di fiducia autentica. La fiducia non nasce da promesse irrealistiche o da performance passate, ma dalla coerenza tra parole e comportamenti, dal porre tutti i quesiti necessari anche su problemi ed esigenze di cui l’assistito non ha al momento consapevolezza, dalla disponibilità all’ascolto, dalla capacità del consulente di essere presente nei momenti difficili e non solo quando i mercati vanno bene. Il cliente deve percepire che il consulente non ha come obiettivo quello di “piazzare” un prodotto, ma di far in modo che i suoi risparmi lavorino per lui, accompagnandolo in un percorso di crescita patrimoniale e personale.

Inoltre, il consulente assume spesso un ruolo “sostitutivo” nelle decisioni: il cliente delega alcune scelte operative al professionista, perché lo ritiene più competente. Ma questa delega può esistere solo se si è costruita una relazione di fiducia, fondata su trasparenza, empatia e comunicazione continua.

La piramide dei bisogni: struttura logica e personalizzazione delle priorità

La figura *N.5* mostra l’ordine di come il consulente costruisce il patrimonio del cliente. La priorità è alla base con la voce “Liquidità”, mentre ciò che viene ricercato per ultimo è definito come “Extra-rendimento”, che consiste nella ricerca di guadagni ulteriori, attraverso l’utilizzo di capitale in eccesso, non utilizzato nelle voci sottostanti e investito in asset rischiosi.

Traslata in ambito finanziario, la piramide si articola come segue:

- Liquidità: base essenziale della piramide. Senza una riserva di contante facilmente accessibile, il cliente rischia di dover disinvestire in momenti sfavorevoli. Si tratta di strumenti a basso

Figura 5 Piramide Investimenti San Paolo Invest

rendimento ma ad altissima disponibilità, come conti correnti o depositi a vista. Il consulente aiuta il cliente a definire la quantità giusta, solitamente tra i 3 e i 6 mesi di spese fisse.

- Riserva: una seconda barriera protettiva per affrontare eventi inattesi (malattie, licenziamenti, danni). Anche in questo caso, la funzione non è di rendimento ma di protezione. Il consulente verifica che la copertura assicurativa e la disponibilità liquida siano coerenti con la situazione familiare e professionale del cliente.
- Previdenza: la sicurezza futura. Molti clienti sottovalutano l'importanza della pensione integrativa, spesso perché il tema è percepito come distante. Il consulente ha un compito educativo: spiegare, con dati e simulazioni, che il sistema pensionistico pubblico non è più sufficiente e che occorre costruire per tempo una previdenza privata. Questa può avvenire tramite fondi pensione, polizze vita, PIP, o strumenti assicurativi flessibili.
- Investimento: è qui che si inizia a far fruttare il capitale. Gli strumenti sono molteplici: fondi comuni, ETF, gestioni patrimoniali, azioni. L'obiettivo è ottenere un rendimento commisurato al rischio, nel rispetto dell'orizzonte temporale. La diversificazione e l'efficienza fiscale diventano qui fondamentali.
- Extra rendimento: la punta della piramide, destinata a progetti personali, scommesse consapevoli o desideri particolari. Qui si collocano strumenti più volatili e ad alto potenziale, come titoli singoli, cripto valute, fondi tematici o startup. La logica non è la prudenza, ma la ricerca di un valore aggiunto, sempre però con capitale limitato e tollerabile in caso di perdita.

L'allocazione di capitale per ogni segmento della piramide deve essere considerata in base alle caratteristiche e alle richieste, e quindi gli obbiettivi, del cliente, tenendo conto che non tutti gli obiettivi richiedono lo stesso grado di esposizione. La chiarezza grafica dello schema aiuta anche il cliente a visualizzare la propria strategia e a comprenderne la logica, facilitando il lavoro al consulente.

Scelta del portafoglio: l'interpretazione personale del rischio/rendimento

Una volta che il consulente ha raccolto tutte le informazioni necessarie, sia quelle oggettive, attraverso la profilazione MiFID, sia quelle soggettive (attraverso il dialogo, l'ascolto e la conoscenza profonda della persona), è possibile passare alla proposta di investimento vera e propria. In questa fase si costruisce il portafoglio, cioè l'insieme degli strumenti finanziari che il cliente sottoscriverà, coerente con il proprio profilo di rischio e con l'orizzonte temporale definito.

Il portafoglio rappresenta la sintesi operativa di tutte le informazioni raccolte nelle fasi precedenti. Non è semplicemente una lista di fondi o di azioni, ma un disegno coerente, che deve riflettere la tolleranza al rischio del cliente; gli obiettivi temporali (a breve, medio o lungo termine); la liquidità necessaria per esigenze impreviste; la diversificazione geografica, settoriale e valutaria; l'efficienza fiscale degli strumenti selezionati; eventuali preferenze etiche o ESG.

Il consulente deve discutere insieme al cliente riguardo una strategia finanziaria comprensibile, adatta alle esigenze dell'investitore. Ogni strumento incluso deve avere una sua logica e una spiegazione: perché inserire un fondo obbligazionario a breve termine? Perché un ETF azionario globale e non uno settoriale? Perché un fondo bilanciato e non una gestione separata? Questo processo di spiegazione rafforza la relazione di fiducia e rende il cliente partecipe e consapevole.

Un elemento centrale è l'orizzonte temporale: ogni investimento, anche il più volatile, può essere sopportabile se rapportato correttamente al tempo. Il rischio, infatti, non è un valore assoluto, ma relativo al tempo: un titolo azionario può risultare rischioso a sei mesi, ma accettabile su un arco di dieci anni. Il consulente ha quindi il compito di educare il cliente ad assumere una determinata visione, aiutandolo a non reagire in modo impulsivo alle oscillazioni di breve termine.

Nel costruire il portafoglio, è essenziale anche fare uso di strumenti visivi e simulazioni. L'utilizzo di grafici, curve di rendimento atteso, scenari stressati, può essere determinante per far comprendere al cliente cosa aspettarsi in termini di volatilità e ritorni potenziali. Questi strumenti aiutano anche a gestire le aspettative: un cliente che comprende fin dall'inizio che

il proprio portafoglio potrà subire cali temporanei sarà meno propenso a disinvestire in modo irrazionale durante le fasi negative del mercato.

Monitoraggio di portafoglio

Una volta implementato il portafoglio, il lavoro del consulente non termina. Al contrario, inizia una delle fasi più delicate e sottovalutate del processo: il monitoraggio costante e proattivo dell'investimento nel tempo. Questo è ciò che distingue una consulenza statica da una consulenza viva, dinamica, realmente orientata al valore nel lungo periodo.

I mercati cambiano, così come le condizioni macroeconomiche, i tassi di interesse, le opportunità fiscali, ma soprattutto cambiano le dinamiche nella vita delle persone: nascono figli, si cambiano lavoro, si ricevono eredità, ci si separa o si va in pensione. Ogni cambiamento nella vita del cliente può comportare una revisione del portafoglio e della strategia di fondo.

Ci sono diversi motivi per cui un portafoglio può e deve essere modificato nel tempo:

- Adeguamento al ciclo di vita: lo stile e le esigenze del cliente mutano nel corso del rapporto con il consulente e dunque ciò comporta la revisione e il monitoraggio, in modo tale da adattare al meglio il portafoglio;
- Cambiamenti normativi o fiscali: non cambiano solo gli stili di vita e le esigenze, ma anche l'ambiente esterno che può incidere sull'andamento dei titoli in portafoglio;
- Evoluzione del mercato: il mercato è in continua evoluzione. Si presentano nuove opportunità, in particolare negli ultimi anni (vedi le crypto), che se analizzate correttamente consentono di ottenere ottimi rendimenti;
- Rendimento anticipato: se un asset raggiunge in anticipo il rendimento atteso a scadenza, si può valutare un ribilanciamento.
- Eventi imprevisti: insieme alle leggi e al mercato, anche scenari come guerre e pandemie, influiscono sugli investimenti.

Per far fronte a queste variabili, la comunicazione, l'incontro virtuale e non con il cliente, la discussione con quest'ultimo e la trasparenza sono degli ottimi mezzi per mantenere la fiducia del cliente.

La consulenza dunque non finisce con il primo incontro, ma dura per tutto il rapporto che avranno lo specialista e il cliente. Durante la vita di questo rapporto, il consulente deve occuparsi del monitoraggio del patrimonio del cliente, in quanto le condizioni di mercato cambiano continuamente. E' necessario dunque il dialogo, sia virtuale che fisico, in cui vengono interpretati i dati da parte del consulente e spiegati al cliente, decidendo solo successivamente se intervenire e cambiare assetto e/o approccio oppure mantenere la situazione patrimoniale inalterata.

3.2 LA CONSULENZA

La consulenza dopo la fase di profilazione del cliente deve tradursi in una proposta concreta, in cui si va a definire, insieme al cliente, il suo orizzonte temporale e il livello di rischio che vuole assumersi

Si propone qui di seguito un'esemplificazione di proposta dedicata ad una persona che ha, poniamo il caso, un figlio di 9 anni e che vuole iniziare ad investire con l'obbiettivo di sostenere in futuro gli studi universitari di suo figlio.

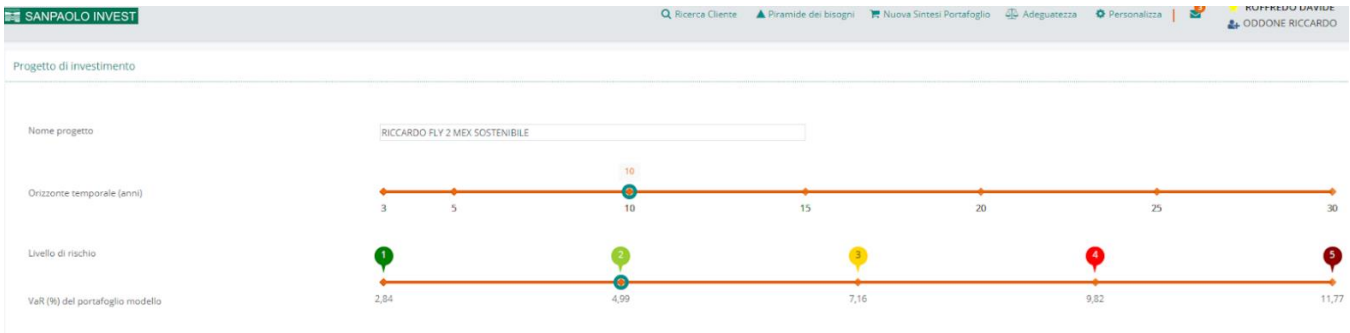


Figura 6. Tempo e Rischio dell'investimento del cliente

La consulenza inizia andando a definire rischio e orizzonte temporale per il cliente. In particolare il primo è l'argomento più delicato, poiché la persona potrebbe essere priva di conoscenze in ambito finanziario ed è dunque compito del consulente farle capire quali rischi può andare a correre con un determinato livello di rischio, piuttosto che con un altro, entrando in confidenza e cercando di "parlare la stessa lingua". Molte volte, il consulente infatti, per farsi comprendere al meglio, deve portare esempi che si avvicinino il più possibile alla persona in questione, in modo tale da permettere a quest'ultima di capire non solo che rischi sta correndo, ma delle possibilità che può avere.

Nella figura 6 è stato impostato lo scenario iniziale: T=10 anni e VaR a 3m = 5%

La consulenza presso SanPaolo Invest prevede infatti di stabilire l'orizzonte temporale dell'investimento e quantità di rischio da associare ai propri investimenti. Per quanto riguarda il secondo parametro viene utilizzata la VaR, ovvero la Value At Risk, che indica quanta variazione si vuole assumere al massimo in un determinato arco di tempo. I consulenti di SanPaolo Invest, utilizzano la VaR a 3 mesi, con un livello di confidenza del 95%.

Questo scenario rappresenta una combinazione a basso rischio. Tale valore suggerisce una strategia conservativa, più orientata alla protezione del capitale che alla ricerca di alti rendimenti. In un'ottica di pianificazione finanziaria decennale, questa scelta può risultare adatta a investitori che privilegiano la stabilità e sono meno disposti ad accettare oscillazioni nei rendimenti nel breve e medio periodo.

Dal punto di vista tecnico, un tale livello di rischio potrebbe essere raggiunto attraverso una composizione del portafoglio maggiormente orientata verso strumenti obbligazionari, asset ESG (Environmental, Social and Governance) a bassa volatilità, o investimenti sostenibili con ritorni stabili ma contenuti. Questo approccio è coerente con la natura del progetto, che presuppone una logica di lungo periodo e una gestione prudente del rischio, in linea con i criteri di finanza responsabile.

Il rovescio della medaglia è un rendimento potenzialmente inferiore rispetto a strategie più aggressive. Tuttavia, su un arco di dieci anni, una volatilità contenuta può comunque produrre risultati solidi grazie all'effetto della capitalizzazione composta, riducendo sensibilmente il rischio di drawdown in fasi di mercato sfavorevoli.

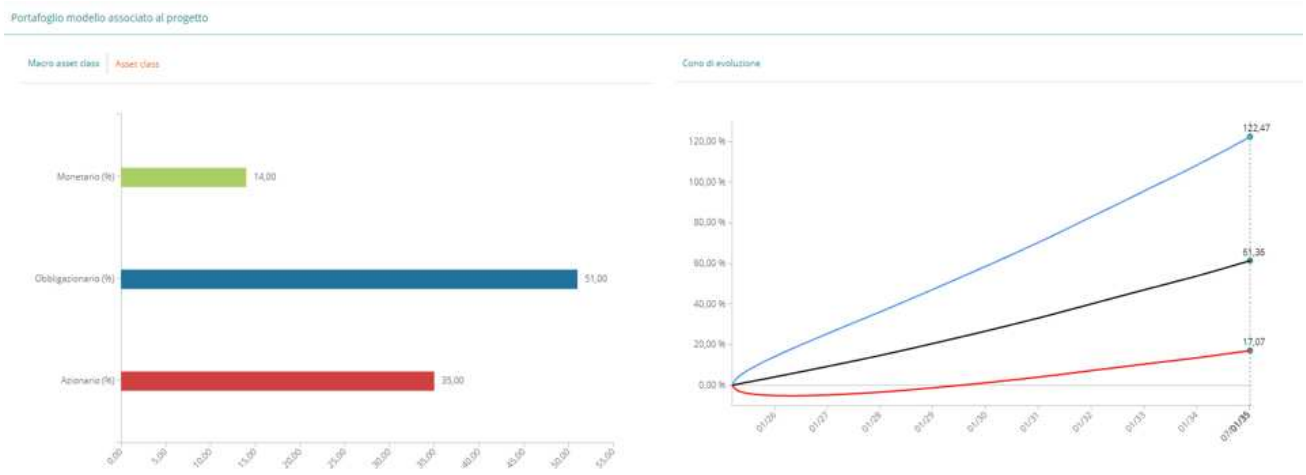


Figura 7. Scenari possibili dell'investimento

Il cliente comunica al consulente l'orizzonte temporale e il rischio che ci si vuole assumere. Il consulente, successivamente, inserisce i dati all'interno del software che restituisce la composizione di portafoglio suggerita e tre tipologie di scenario: quello pessimistico, quello neutrale e quello ottimistico. Il consulente prende sempre come esempio lo scenario neutrale, per poi discutere con il cliente riguardo le prospettive di rendimento e di potenziale rischio. In questa fase, è opportuno il consiglio da parte dell'esperto riguardo gli scenari proposti. Per esempio, potrebbe essere il caso che il cliente abbia comunicato un rischio molto basso al cliente che renda molto difficile il raggiungimento dell'obiettivo finale. In questi casi, il consulente, grazie alla sua esperienza deve informare il cliente a riguardo e offrirgli il vero e proprio servizio di consulenza, consigliandogli di assumersi più rischio, anche se la decisione finale spetta poi al cliente.

L'immagine N.7 risulta fondamentale per il consulente, poiché proprio grazie a questa immagine, il consulente riesce a far capire in termini pratici quali sono i possibili rendimenti una volta fissati il tempo e il rischio. Sarà poi il consulente a far capire al cliente la soluzione che, secondo la sua conoscenza, è ottimale e a trovare successivamente un accordo.

Il grafico a barre sulla sinistra mostra le modalità secondo le quali è distribuito il patrimonio del cliente L'allocazione è suddivisa in:

- Monetario: 14%
- Obbligazionario: 51%
- Azionario: 35%

Questa composizione riflette un profilo bilanciato, tipico di una strategia di investimento pensata per un orizzonte decennale e con finalità sostenibili. In particolare:

La componente monetaria (14%) assolve ha il compito di stabilizzazione, diversificazione e di assorbire eventuali schock di breve periodo. La presenza di questa quota, seppur minoritaria, conferisce resilienza al portafoglio, riducendone la volatilità complessiva.

La componente obbligazionaria detiene la metà dell'allocazione del portafoglio (51%). Quando viene attribuito un tale peso a questa determinata asset class, l'obbiettivo è quello di proteggere il proprio capitale, investendo in asset meno rischiosi rispetto alle azioni, andando a delineare una strategia difensiva.

La componente azionaria (35%) permette al capitale di ottenere delle possibilità di crescita, pur mantenendo un livello di rischio non eccessivo, vista la percentuale di peso ad essa associata. Una tale esposizione è giustificata da un orizzonte temporale lungo, che consente di ammortizzare eventuali fasi negative del mercato e beneficiare dell'effetto della capitalizzazione nel tempo.

Nel complesso, questa asset allocation suggerisce una strategia né troppo conservativa né aggressiva, bensì coerente con un profilo di rischio medio e una logica di lungo periodo.

Come spiegato in precedenza, il grafico sulla destra, rappresenta la proiezione dell'andamento atteso del portafoglio su 10 anni, attraverso una simulazione stocastica che include:

- la curva centrale (nera), rappresentante il rendimento medio atteso ed è tendenzialmente la curva che viene presa in considerazione dal consulente al momento della consulenza con il cliente;
- il limite inferiore (curva rossa), corrispondente a uno scenario sfavorevole (solitamente il 5° percentile),
- il limite superiore (curva blu), rappresentante uno scenario ottimistico (95° percentile).

A fine periodo (luglio 2035), i valori risultano essere:

- Scenario negativo: +17,07%
- Scenario medio: +61,36%
- Scenario positivo: +122,47%

Questi risultati forniscono importanti indicazioni:

Anche nello scenario peggiore, il portafoglio genera un rendimento cumulato positivo. Questo è indicativo di una struttura robusta, con un livello di rischio ben gestito e compatibile con i principi della tutela del capitale nel lungo periodo.

Lo scenario medio (+61,36% in 10 anni) implica un rendimento annuo composto di circa 5%, in linea con un portafoglio bilanciato di tipo prudente-dinamico. Ciò conferma la coerenza tra composizione del portafoglio e aspettative di rendimento.

Lo scenario ottimistico (+122,47%) è realizzabile nel caso in cui la componente azionaria ottenga degli importanti rendimenti. Un simile risultato, implicherebbe un rendimento dell'8.3% circa annuo, ovvero uno scenario davvero vantaggioso per chi ha investito, ma altresì difficilmente realizzabile.

Come spiegato in precedenza, il consulente ha il compito di spiegare questi dati al cliente e consigliare a quest'ultimo se è meglio optare per altre soluzioni, ma sarà sempre poi il cliente a decidere.

La differenza tra le bande si può spiegare grazie all'utilizzo del concetto della volatilità: maggiore èl'arco temporale di un investimento, maggiore sarà l'ampiezzza tra lo scenario ottimistico e quello pessimistico. Questo dato è utile anche in termini didattici, per illustrare come la varianza dei risultati attesi aumenti nel tempo, pur restando prevedibile entro certi limiti grazie alla diversificazione.

Una volta definiti tempo e rischio più appropriati alla situazione del cliente e al suo obiettivo, il consulente procede con la realizzazione del portafoglio del cliente. Vengono inseriti gli asset all'interno del portafoglio del cliente andando anche a seguire le possibili preferenze di quest'ultimo. Un cliente, ad esempio, potrebbe non volere asset con una determinata valuta come il dollaro oppure potrebbe anche decidere di non voler investire in aziende americane. Il consulente deve sempre svolgere il suo lavoro di consulenza e consigliare quello che secondo la sua esperienza è meglio, in base alle caratteristiche e all'obbiettivo del cliente, ma poi deve assolutamente seguire le scelte di quest'ultimo.

La consulenza non è però un qualcosa che ha semplicemente un inizio e una fine. In base a determinati accordi infatti, la situazione e il portafoglio del cliente va monitorata e può

assumere cambiamenti. Se torniamo all'esempio ci si può immedesimare in una persona che non ha l'obbiettivo di ottenere dei rendimenti, non vuole speculare, ma semplicemente sostenere le spese future dei propri figli.

ESEMPIO PRATICO

Poniamo ora il caso in cui dopo 7 anni e dunque nell'anno 2032 la situazione sia quella evidenziata nella figura N.8.

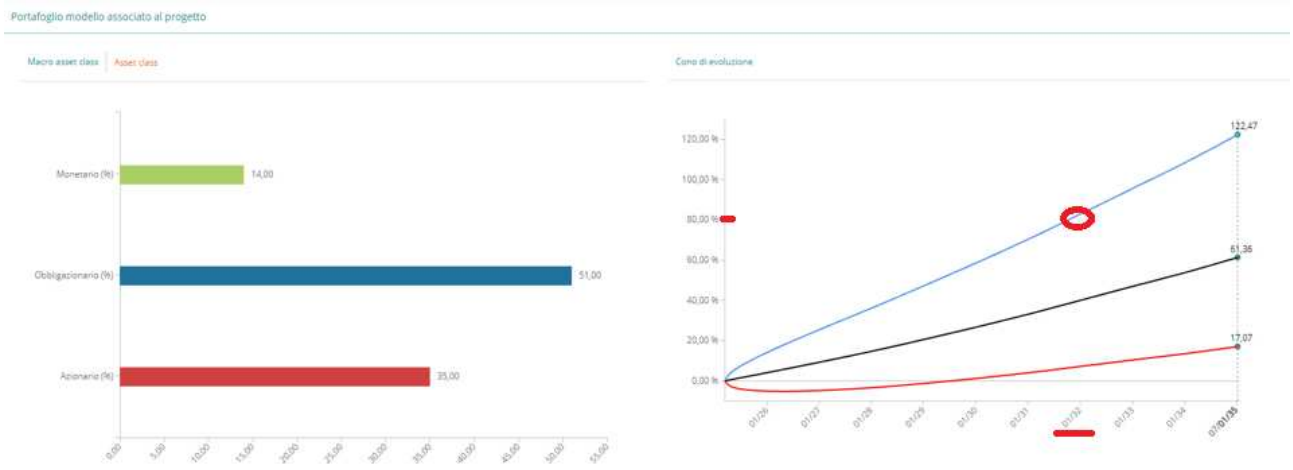


Figura 8. Situazione dell'investimento dopo 7 anni

Il piano finanziario e i mercati hanno reso molto bene. Dopo 7 anni siamo ad un rendimento dell'80%. Il consulente discutendo con il cliente prende sempre d'esempio la curva neutrale, che, da come si può notare in figura, prevede un rendimento di circa il 60%. Non deve prendere lui la decisione, ma deve far ragionare il cliente che il mercato ha sovraperformato ed è dunque opportuno coprirsi, abbassando il livello di rischio per gli ultimi 3 anni, in modo tale da non rischiare maggiormente ed andare a coprire il guadagno extra. E' vero che il cliente potrebbe ambire anche al 120% di profitto, ma è anche vero che dopo una performance di questo tipo, è alta la probabilità di vedere i rendimenti calare. Il cliente di conseguenza, al termine dei 10 anni, potrebbe non ottenere neanche quel 60% di rendimento previsto dalla curva del rendimento medio. La scelta più intelligente che possa fare un investitore in tale situazione è quella di ridurre il rischio associato ai propri investimenti, con lo scopo di proteggere il proprio capitale e anche gli extra rendimenti ottenuti. Sarà poi il cliente a

prendere la decisione finale, ma il consulente ha “l’obbligo” di agire nel modo più professionale e trasparente.

Figura 9. Nuova impostazione dei dati dell’investimento

Saranno così impostati il nuovo orizzonte temporale e il nuovo livello di rischio, come in figura N.9 con T=3 anni, poiché lo scenario è una proiezione dopo 7 anni di investimento, e un livello di rischio ancor più ridotto e che in questo caso sarà minimo, con l’obbiettivo di preservare il più possibile il capitale e i rendimenti ottenuti.

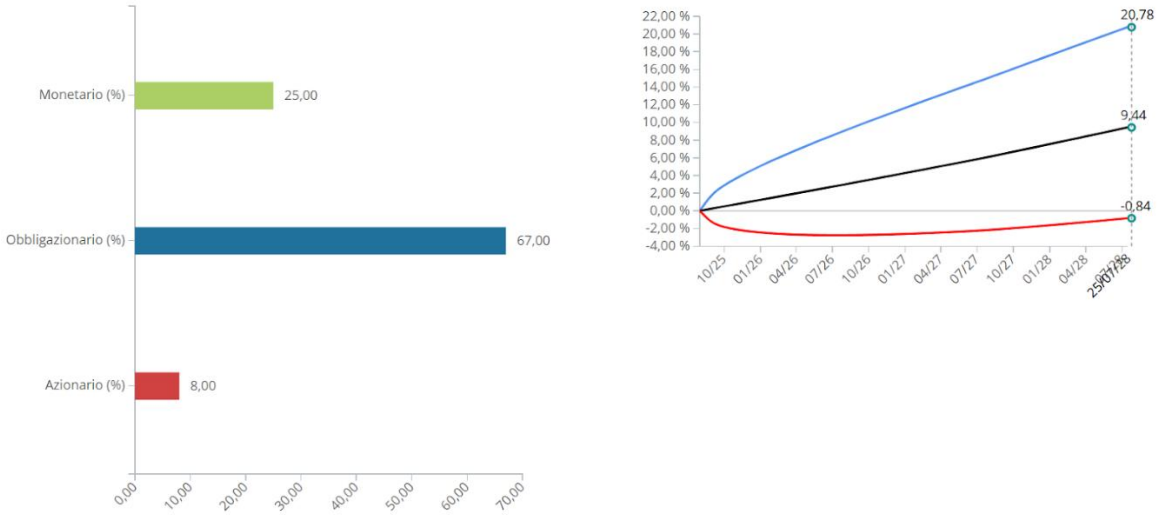


Figura 10. Proiezione dell'investimento negli ultimi 3 anni

Cambieranno dunque anche i possibili scenari e i pesi per ogni componente di portafoglio. Con questo nuovo assetto, nello scenario peggiore il cliente andrebbe a perdere appena l’1% del suo capitale a partire da T=7 anni. Ed è proprio questo l'obiettivo: proteggere il capitale e i rendimenti ottenuti fino a quel momento.

CONCLUSIONE

Le fasi della consulenza finanziaria rappresentano molto più di una sequenza tecnica. Esse costituiscono un percorso di costruzione relazionale, educativa e strategica, che ha come fine ultimo la creazione di valore per il cliente in modo duraturo, sostenibile e coerente con la sua identità.

Dal rispetto della normativa alla comprensione profonda della persona, dalla costruzione della strategia all'implementazione e al monitoraggio continuo, il consulente finanziario è chiamato ad assumere un ruolo che unisce competenza, etica, empatia e lungimiranza. Ogni fase, se ben gestita, contribuisce a rafforzare la fiducia del cliente, a prevenire comportamenti impulsivi, a ridurre i conflitti emotivi con il denaro e ad aumentare la probabilità di successo nel lungo periodo.

La consulenza moderna, quindi, non è vendere prodotti. È progettare soluzioni. Non è promettere guadagni, ma guidare con competenza attraverso l'incertezza. Non è rispondere solo ai bisogni espliciti, ma far emergere bisogni latenti e costruire visioni future.

In un mondo in cui l'accesso agli strumenti finanziari è ormai alla portata di tutti, il vero valore della consulenza sta nella relazione umana: nella capacità di ascoltare, interpretare, semplificare e accompagnare. Solo così il cliente potrà sentirsi veramente "tranquillo": non perché il portafoglio non subirà mai oscillazioni, ma perché avrà accanto qualcuno di cui si fida e con cui affrontare il viaggio.

Quando ho intrapreso questo percorso di studi e, in particolare, quando ho iniziato a svolgere il tirocinio presso San Paolo Invest, immaginavo questo mestiere come qualcosa di prettamente tecnico, quasi meccanico: una sequenza ordinata di analisi di mercato, valutazioni di rischio, costruzione di portafogli e proiezioni numeriche. Pensavo che il consulente fosse una sorta di analista esperto, immerso tra Excel, grafici, VAR e asset allocation, con il compito di individuare le migliori combinazioni possibili tra rendimento e rischio, come se ci fosse sempre una formula corretta da applicare.

E in parte è vero: la tecnica è fondamentale. Conoscere gli strumenti, padroneggiare le metodologie quantitative e comprendere le dinamiche dei mercati è una condizione necessaria. Tuttavia, durante questo percorso ho compreso che questo non è sufficiente.

Quello che ho capito è che fare consulenza finanziaria oggi significa molto di più che analizzare dati o selezionare prodotti d'investimento. Significa guidare delle persone in un percorso complesso, dinamico e soggetto a continue variabili, che non sono sempre numeriche né razionali. Significa, in altre parole, gestire una partita di calcio.

Il consulente come allenatore

Il consulente per comunicare con il cliente deve cercare di parlare la sua stessa lingua. Essendo io un grande appassionato di calcio, paragonerei la consulenza finanziaria ad una partita di calcio.

Oggi vedo la consulenza finanziaria come una partita in cui il consulente non è semplicemente un analista seduto in panchina, ma l'allenatore, chiamato a prendere decisioni, a cambiare strategia durante il gioco, a leggere gli imprevisti e, soprattutto, conosce bene la sua squadra.

I giocatori in campo sono le mosse finanziarie a disposizione: l'investimento azionario, l'esposizione obbligazionaria, la liquidità, la protezione assicurativa, il risparmio previdenziale, la pianificazione successoria. Ogni giocatore ha il suo ruolo, le sue caratteristiche e la sua forma del momento. Alcuni sono più offensivi (come gli investimenti in equity), altri più difensivi (come le obbligazioni o i fondi monetari). Alcuni sono versatili, altri devono essere impiegati con prudenza. Il compito del consulente finanziario, come allenatore, è saperli disporre nel modo giusto, tenendo conto della situazione della partita e del mio avversario

Ma come in ogni partita, gli imprevisti sono dietro l'angolo: ci sono gli infortuni (un imprevisto personale del cliente, una malattia, una perdita di lavoro), le squalifiche (un cambiamento normativo, una crisi geopolitica), le sostituzioni forzate (la necessità di liquidare un investimento per un'esigenza urgente). Ed è in questi momenti che emerge il vero valore del consulente: non nella strategia iniziale perfetta, ma nella capacità di adattarsi, leggere il contesto e trasmettere fiducia alla squadra e al cliente.

Nell'esempio che abbiamo visto, il cliente aveva ottenuto un 80% di rendimento dopo 7 anni è come trovarsi 2-0 al 70esimo minuto della partita. Ci sono allenatori che adottano uno stile di gioco aggressivo e che continuano con la propria strategia, continuando ad attaccare

l'avversario. Così facendo magari segneranno un altro gol, ma è anche possibile che scoprendosi subiscano un altro gol e permettano agli avversari di riaprire il match.

Altri allenatori sono più conservativi e la loro mossa tipica è quella di sostituire un attaccante con un difensore, in modo tale di scoprirsi il meno possibile e difendere il risultato.

Quest'ultima, seppur sembri la mossa più intelligente, non viene sempre applicata, proprio perché non tutte le persone hanno la stessa propensione al rischio.

In conclusione, se all'inizio pensavo che il consulente fosse un tecnico specializzato, oggi so che è un allenatore strategico, capace di unire visione, competenze e umanità. Questa trasformazione del mio pensiero maturata nel tempo e arricchita da tutto il percorso di tirocinio rappresenta, per me, la vera evoluzione professionale: dal calcolo al significato, dalla tecnica alla persona.

Ora credo che il vero valore della consulenza non stia tanto nei punti percentuali di rendimento, ma nella capacità di portare il cliente al traguardo, consapevole, sereno e accompagnato da un progetto solido e condiviso. Come una squadra che vince non solo per il talento, ma per la strategia e la fiducia costruita insieme.

BIBLIOGRAFIA

Brunel, J. L. (2006). *Goals-Based Wealth Management: An Integrated and Practical Approach to Changing the Structure of Wealth Advisory Practices*. Wiley.

Cicchetti, S., & Cornelli, C. (2019). *La consulenza finanziaria: teorie, modelli, strumenti*. Egea.

Consob. (2018). *Rapporto sulla Consulenza finanziaria*. https://www.consob.it/

European Commission. (2014). *MiFID II Directive 2014/65/EU*. https://eur-lex.europa.eu/

Gennaioli, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (2015). Money doctors. *Journal of Finance*, 70(1), 91–114. https://doi.org/10.1111/jofi.12188

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

Monticone, C., Trucchi, S., & De Magistris, P. (2020). Financial Advice and Portfolio Resilience during Crises. *Bank of Italy Occasional Papers*, (552).

Sharpe, W. F. (2010). Adaptive asset allocation policies. *Financial Analysts Journal*, 66(3), 45–59.

Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral portfolio theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127–151.

Statman, M. (2017). *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave*. Oxford University Press.

SITOGRAFIA

https://global.morningstar.com/it

https://www.blackrock.com/it/investitori-privati

https://privatebank.jpmorgan.com/

https://www.moneyfarm.com/

https://capital.com

https://www.consob.it/

https://tesi.luiss.it/

https://www.consulenzavincente.it/

https://www.unidformazione.com/