

## UNA DIVERSA TECNICA DI GESTIONE DEI PORTAFOGLI FINANZIARI

### PREMESSA

I passati tre anni hanno dimostrato, con la forza dell'esperienza, i limiti delle tecniche di asset allocation basate su di un certo modo semplicistico di applicare la Modern Portfolio Theory.

Troppo spesso al canale di distribuzione dei prodotti finanziari viene proposta una versione estremamente semplificata di questa teoria (espressa, fondamentale, nella frontiera efficiente) sottacendo importanti aspetti (che lo stesso Markowitz ha espresso chiaramente) che sono tutt'ora oggetto dei più importanti sviluppi teorici nel settore.

Allo stesso tempo i professionisti che operano sui mercati finanziari per conto di società di gestione del risparmio sono spesso limitati da un insieme di vincoli di natura non tecnica con il risultato che fondi e gestioni raggiungono obiettivi generalmente deludenti.

In questo articolo mostreremo una tecnica dinamica di gestione del portafoglio nata allo scopo di controllare i rischi finanziari di breve termine e massimizzare i rendimenti composti nel lungo termine. Abbiamo chiamato questa tecnica: Tekta P.Ri.Ma. (Personal Risk Management). Desideriamo non addentrarci in formalismi matematici al fine di risultare comprensibili anche al lettore meno avvezzo alla matematica finanziaria. Lo scopo è quello di far comprendere principalmente i vantaggi di tipo psicologico di questa tecnica.

### L'APPROCCIO ATTUALE

La gestione "classica" dei portafogli finanziari si basa sui seguenti assunti:

- le varie asset class hanno una distribuzione di rendimenti riassumibile in un rendimento medio ed una varianza dalla media (media/varianza, rendimento/rischio);
- la quantità "corretta" di asset class rischiose da tenere in portafoglio dipende, essenzialmente, dal profilo di rischio del cliente che è collegato all'orizzonte temporale d'investimento;
- a maggior "rischio", nel medio termine, è ragionevole attendersi un maggior rendimento;
- la volatilità è indesiderabile per i clienti ed è possibile diminuirla attraverso l'introduzione di asset class che abbiano correlazioni il più possibile negative fra di loro (mantenendo, ovviamente, rendimenti attesi positivi).

Da un punto di vista matematico-statistico, questa modello funziona. Il problema fondamentale è che trascura i rischi derivanti da possibili serie di rendimenti finanziari statisticamente "non normali". Inoltre, i dati ex-ante di media e deviazione standard delle asset class inserite in portafoglio, variano moltissimo sia in base ai dati storici a cui ci si riferisce, sia durante l'investimento. Infine, il caso di un investimento mantenuto con lo stesso profilo nel lungo termine è piuttosto raro. Normalmente gli investitori fanno profonde modifiche ai loro portafogli sia in termini di flussi, sia in termini percentuale di componenti rischiose.

### UN APPROCCIO COMPLETAMENTE DIVERSO

Si prenda in considerazione il classico gioco del "testa o croce" con le seguenti regole: se esce testa si raddoppia il proprio capitale (rendimento 100%) se esce croce si dimezza (perdita del 50%). Si potrebbe pensare che, mediamente, questo gioco produca un rendimento del 25% con una variazione del 75%. Per quanto il rendimento medio, su ogni singolo lancio possa sembrare favorevole, in realtà, in questo gioco mediamente vi è un elevato rischio di perdere l'intero capitale.

In modo simile nei mercati finanziari che presentano deviazioni standard decisamente superiori al rendimento medio atteso, il rischio di ritrovarsi in situazioni catastrofiche (ovvero non più recuperabili in un arco di tempo ragionevole, con rendimenti statisticamente probabili) deve essere considerato e controllato.

Una perdita del portafoglio finanziario del 20%, comporta che i rendimenti futuri dovranno essere decisamente più alti del rendimento medio atteso per mantenere gli stessi obiettivi di portafoglio. Diminuire al minimo le oscillazioni negative, quindi, è un modo per massimizzare il rendimento composto di lungo termine. Dal punto di vista classico, la diminuzione delle oscillazioni negative del portafoglio si ottiene diminuendo la componente azionaria e questo diminuisce parallelamente il rendimento medio atteso. Attraverso il sistema Tekta P.Ri.Ma. si riducono moltissimo le oscillazioni negative (specialmente quelle straordinarie) avendo un diverso impatto nel rendimento medio atteso.

### IL SISTEMA TEKTA P.RI.MA.: UNA ESEMPLIFICAZIONE PER COMPRENDERNE IL FUNZIONAMENTO

Il sistema Tekta P.Ri.Ma. rappresenta una variazione della famosissima CPPI, ma con alcune significative differenze.

I parametri del sistema sono:

- **Frequenza di ribilanciamento.** Indica ogni quanto tempo il portafoglio viene ribilanciato in base alla formula del sistema (un giorno, una settimana, un mese...);
- **Frequenza di consolidamento.** Può essere un anno o qualsiasi altro multiplo della frequenza di ribilanciamento;
- **Massima perdita sopportabile.** Indica quanta parte del capitale iniziale si accetta di perdere all'interno di un periodo di consolidamento;
- **Rendimento soddisfacente.** Indica il rendimento oltre il quale si privilegia il mantenimento rispetto all'accrescimento dello stesso.

Per semplicità, si considera che il mercato finanziario sia composto esclusivamente da un asset rischiosa (azionaria) ed una priva di rischio (monetaria).

Dal punto di vista operativo, a questo punto, entra in gioco l'elemento fondamentale di questa tecnica: la stima della massima perdita dell'asset rischioso nel singolo periodo. Ci si pone cioè la seguente domanda: all'interno del singolo periodo di ribilanciamento, qual è la massima perdita che è statisticamente ipotizzabile per la componente azionaria? Come si comprenderà meglio in seguito, la determinazione

di questa variabile è centrale nel sistema. Si possono impiegare tecniche estremamente complesse che combinano elementi di analisi quantitativa ad elementi di analisi fondamentale e/o tecnica oppure è possibile limitarsi semplicemente ad una stima basata sull'analisi della volatilità passata.

A questo punto è necessario determinare la percentuale di componente azionaria da inserire in portafoglio.

Ipotizziamo i seguenti parametri:

- Frequenza di ribilanciamento: settimanale
- Frequenza di consolidamento: annuale
- Massima perdita sopportabile: 3%
- Rendimento soddisfacente: 5%
- Stima della massima perdita settimanale della componente azionaria: 8,32%

A questo punto si determina il "cuscinetto". Ovvero il capitale che può essere messo a rischio. Il "cuscinetto" viene calcolato prima di ogni ribilanciamento come:

$$\text{capitale attuale} - (\text{capitale iniziale} - \text{massima perdita sopportabile})$$

Inizialmente, ovviamente esso è pari alla massima perdita sopportabile (dal momento che il capitale iniziale e quello attuale coincidono).

La componente azionaria da inserire in portafoglio è determinata come:

$$\text{"cuscinetto" diviso la "stima della massima perdita della componente azionaria"}$$

Nel nostro esempio, quindi, la componente azionaria è data dal 3% diviso 8,32%, ovvero 36%.

Dopo la prima settimana, la componente azionaria può aver avuto un rendimento positivo o negativo (trascuriamo la componente monetaria, per semplicità), rendimento del quale sarà necessario tener conto nel successivo ribilanciamento. Ipotizziamo i due casi.

- Rendimento della prima settimana + 2%. Il 36% di componente azionaria avrà determinato un rendimento dello 0,72% portano il valore del portafoglio (trascurando la componente monetaria) a 100,72% del capitale iniziale. Il nuovo cuscinetto, quindi, sarà di 3,72%. Qualora la stima della massima perdita fosse invariata, la nuova componente azionaria sarà 44,7%. (derivante da 3,72% diviso 8,32%).

- Rendimento della prima settimana -2%. Seguendo lo stesso ragionamento, a causa della perdita, il nuovo cuscinetto sarà del 2,28%, e quindi la nuova componente azionaria del 27,4%.

Con il passare dei ribilanciamenti, il rendimento complessivo del portafoglio può essere pari o superiore al "rendimento soddisfacente". A questo punto si modifica il calcolo del *cuscinetto* come segue:

$$\text{cuscinetto} = \text{capitale attuale} - (\text{capitale iniziale} + \text{rendimento soddisfacente} - \text{massima perdita sopportabile})$$

Con un valore di portafoglio pari a 105% del capitale ini-

ziale, ad esempio, il cuscinetto calcolato con il primo metodo è 8%, che determina una componente azionaria del 96,15%. Considerando il "rendimento soddisfacente" il cuscinetto sarà di nuovo pari al 3% e quindi la componente azionaria pari al 36%. Questa tecnica permette di privilegiare il consolidamento del rendimento considerato soddisfacente rispetto all'aumento del possibile rendimento futuro. E' possibile applicare diverse strategie (più o meno protettive) che entrano in azione al momento del raggiungimento del rendimento ritenuto soddisfacente.

Dopo un anno, cioè giunti al periodo di consolidamento, il nuovo "capitale iniziale" assume il valore del capitale attuale.

## VANTAGGI E SVANTAGGI DEL SISTEMA TEKTA P.RI.MA.

Un vantaggio immediatamente riconoscibile di questa tecnica è la capacità di proteggere il capitale durante fasi negative del mercato azionario anomale per frequenza e durata.

Effettivamente, quando abbiamo progettato questo sistema, lo abbiamo fatto principalmente avendo in mente un meccanismo di protezione contro le oscillazioni negative che statisticamente hanno probabilità quasi irrilevanti di verificarsi ma che, nella realtà, si verificano molto più spesso di quello che la distribuzione gaussiana direbbe. I vantaggi che l'applicazione di questa tecnica negli ultimi 5/10 anni avrebbe avuto sono così evidenti che riteniamo superfluo sottolinearli. Ciò che è più interessante, a nostro avviso, sono i vantaggi meno evidenti che riguardano i concetti basilari di rischio finanziario e d'utilità e, più in generale, gli aspetti psicologici legati agli investimenti finanziari.

Si pensi ad un investitore con un profilo di rischio (in senso classico) modesto che avrebbe un portafoglio ideale con una componente azionaria del 10%. Un portafoglio così composto è paragonabile ad un sistema Tekta P.Ri.Ma. con una perdita massima annua intorno all'1/2%. Attraverso il sistema Tekta P.Ri.Ma., un investitore del genere può agevolmente accettare di avere una esposizione azionaria anche vicina al 100%. Il riferimento psicologico è costituito dal capitale ad inizio anno e dal capitale dopo un anno (o altro periodo di "consolidamento" definito come variabile del sistema). Il variare del capitale di mese in mese (o di giorno in giorno) acquista così un "peso psicologico" consistentemente minore e questo permette di aumentare significativamente il rendimento medio atteso senza intaccare il "rischio" percepito dal cliente.

E' importante sottolineare che questo vantaggio non deriva da un "free-meal" ma da una migliore interpretazione del concetto di rischio percepito dal cliente.

Un altro evidente vantaggio di questa tecnica di gestione dei portafogli finanziari deriva dalla diminuzione del concetto di orizzonte temporale che tanti fraintendimenti ha generato e genera nel rapporto tra investitori e consulenti finanziari.

Normalmente il reale orizzonte temporale degli investitori è molto più alto di quello dichiarato e questo comporta una diminuzione della componente rischiosa con conseguenti rendimenti medi attesi. Avere un "periodo di consolidamento" pari ad un anno fornisce molta "sicurezza" agli investi-

tori e la componente azionaria media del portafoglio rispecchia maggiormente il reale orizzonte temporale del cliente. Vi sono poi tutta una serie di vantaggi minori impliciti in questa nuova tecnica di gestione del portafoglio. Uno di questi, ad esempio, consiste nella facile mutabilità dei parametri in base alla variabilità della percezione del rischio o delle esigenze dell'investitore. In momenti euforici o di depressione dei mercati finanziari è possibile ampliare o restringere il "rischio percepito" dall'investitore con effetti meno dannosi rispetto a quelli derivanti dall'aumentare o diminuire tout-court la componente azionaria del portafoglio in base alla paura o all'euforia.

Immaginiamo, ad esempio, un sistema Tekta P.Ri.Ma. con una perdita massima del 3% in un momento di euforia dei mercati finanziari. L'investitore potrebbe voler aumentare la componente azionaria per "non perdere l'opportunità". Tradizionalmente l'investitore abbandonerebbe una gestione prudente (30% di azionario) in favore di una gestione aggressiva (70% di azionario). Con il sistema Tekta P.Ri.Ma. potrebbe portare semplicemente la massima perdita da 3% a 6%. Nel momento in cui il mercato dovesse esaurire la sua spinta euforica, i danni di questa scelta sarebbero infinitamente minori rispetto alla scelta di passare da una gestione prudente ad una aggressiva. Lo stesso si può dire per il caso inverso. Passare da una gestione aggressiva (consolidando una notevole perdita) ad una prudente è molto più dannoso del passaggio da una massima perdita del 3% allo 0% nel sistema Tekta P.Ri.Ma. (l'effetto della componente obbligazionaria fa sì che ad una massima perdita dello 0% non corrisponda l'esclusione della componente azionaria). La grande flessibilità del sistema si mostra anche nella modifica dei parametri di

"rendimento soddisfacente" o periodo di consolidamento. Il principale svantaggio del sistema Tekta P.Ri.Ma. è la dipendenza del rendimento dell'intero periodo di consolidamento dai primi periodi di ribilanciamento.

Ipotizziamo un periodo di ribilanciamento di un anno. Se il mercato azionario, nell'anno ha un rendimento interessante ma questo rendimento è la risultante di un primo periodo eccezionalmente negativo ed un successivo eccezionalmente positivo, il risultato del sistema Tekta P.Ri.Ma. sarebbe deludente. Questo svantaggio è intrinseco nel sistema e non può essere eliminato. Anche se le analisi che abbiamo compiuto sulle serie storiche ci mostrano che questo problema è trascurabile, ciò non toglie che è fondamentale esserne pienamente consapevoli.

### CONCLUSIONI

L'impatto della psicologia degli investitori nei comportamenti finanziari viene quasi sempre completamente messo da parte nell'approccio finanziario tradizionale. La tecnica che abbiamo descritto, pur nei limiti che ogni tecnica possiede, fa leva proprio sugli aspetti psicologici che determinano i comportamenti finanziari degli investitori non frustrandoli ma trasformandoli in vantaggi. Inoltre, i vantaggi più significativi di questa tecnica si mostrano proprio nella fasi anomale (che vengono sempre trascurate dalla tecniche finanziarie "tradizionali") trasformando, ancora una volta, delle debolezze in punti di forza.

**ALESSANDRO PEDONE**  
**SOCIO ASSOCONSULENZA**  
pedone@tekta.it  
www.tekta.it