SUPSI

Processo di selezione e gestione dei titoli in campo azionario: inquadramento teorico e confronto con la realtà ticinese

Studente	Relatrice
Marco Lecci	Helen Tschümperlin Moggi
Corso di laurea	Indirizzo di approfondimento
Economia aziendale	Banking & Finance

Tipo di documento

Tesi di Bachelor



Titolo: Processo di selezione e gestione dei titoli in campo azionario: inquadramento teorico e confronto con la realtà ticinese

Autore: Marco Lecci

Relatore: Helen Tschümperlin Moggi

Tesi di Bachelor in Economia aziendale Scuola universitaria professionale della Svizzera italiana Dipartimento economia aziendale, sanità e sociale

Manno, 6 settembre 2019

"L'autore è l'unico responsabile di quanto contenuto nel lavoro"

Ringraziamenti / dediche / citazione significativa

Voglio ringraziare tutte le persone che mi hanno aiutato nello svolgimento di questo progetto.

In primo luogo, vorrei ringraziare la mia relatrice, la professoressa Helen Tschümperlin Moggi, la quale mi ha supportato in modo concreto allo svolgimento del progetto.

Successivamente, la mia gratitudine va anche a tutti i gestori che mi hanno concesso il loro tempo per svolgere le interviste, senza i quali la tesi non avrebbe avuto modo di essere svolta.

Infine, ma non meno importante, un grazie va alla mia famiglia che in questi tre anni di studi mi è sempre stata accanto, sostenendomi nei momenti difficili.

Abstract

La teoria finanziaria espone diversi modi con i quali l'investitore può selezionare e gestire i titoli in portafoglio. Nell'elaborato verranno trattati questi processi, prima da un punto di vista teorico per poi declinarlo nella piazza finanziaria ticinese.

Più nel dettaglio, nella prima parte sono state approfondite tutte le tematiche che concernono: la stipulazione dell'asset allocation strategica, la gestione attiva/passiva e le strategie di selezione e gestione dei titoli.

Successivamente, sono state analizzate le varie componenti esposte nella parte teorica, attraverso lo studio delle performance degli indici MSCI, delle fonti elettroniche e dei risultati empirici emersi dagli articoli scientifici passati.

Nella seconda parte, il processo di gestione e selezione dei titoli identificato precedentemente è stato declinato nella realtà ticinese, intervistando 5 gestori patrimoniali di tale piazza e facendone emergere le metodologie con i quali essi si prefiggono di creare valore.

Infine, nel terzo capitolo sono stati confrontati gli aspetti teorici della prima parte con quelli reali emersi nella seconda, al fine di vedere le convergenze e divergenze che si sono verificate tra queste due aree.

Indice

In	troduz	zione	1
Pá	arte I	Teoria sul processo di selezione e gestione dei titoli	4
1	Asse	t allocation strategica	6
2	Paes	i e settori	7
3	Stili	di investimento azionario	9
	3.1	Stili orientati al trade off valore/crescita	9
	3.2	Stili orientati alla capitalizzazione azionaria	10
	3.3	Stili a più criteri	11
4	Teori	e dell'investimento	12
	4.1	Random walk e teoria del mercato efficiente	13
	4.2	Analisi tecnica	14
	4.3	Analisi fondamentale	15
5	Gest	tione passiva e attiva	16
6	Para	metri della gestione attiva e passiva	17
7	Strat	egie di selezione dei titoli in ambito azionario	19
	7.1	Fund selection	19
	7.2	Stock picking	20
	7.3	Indicizzazione	26
8	Strat	egie di gestione del portafoglio	27
	8.1	Buy and hold strategy	27
	8.2	Re-balancing strategy	28
	8.3	Market timing	29
9	Appr	occio top down e bottom up	29
10) Valu	utazione delle performance del portafoglio	30

11	Performance delle componenti del processo di gestione e selezione titoli	32
	11.1 Confronto per area geografica dei mercati azionari	33
	11.2 Confronto per settore dei mercati azionari	34
	11.3 Confronto per stile dei mercati azionari	35
	11.4 Confronto tra gestione attiva e passiva	37
12	Riflessioni sul processo di selezione e gestione dei titoli	38
	te II Processo di gestione e selezione titoli dei gestori operanti sui mercati a la piazza finanziaria ticinese	
13	Gestore A	43
14	Gestore B	44
15	Gestore C	46
16	Gestore D	47
17	Gestore E	49
Par	te III Confronto tra teoria e i gestori della piazza ticinese intervistati	52
18	Confronto sull'asset allocation strategica	52
19	Confronto sulle modalità di gestione e valutazione del portafoglio	53
Coı	nclusioni	56
Bib	liografia	58
Δ۱۱۵	anati	62

Indice delle figure

Figura 1: Processo di gestione patrimoniale	4
Figura 2: Morningstar's style box	12
Figura 3: Trade off tracking error-costi di transazione	27
Figura 4: Processi di selezione e gestione dei titoli	42

Indice delle tabelle

Tabella 1: Scomposizione delle performance del portafoglio	5
Tabella 2: Esempio di asset allocation strategica composta in senso ampio	6
Tabella 3: Esempio di asset allocation strategica composta in modo specifico	7
Tabella 4: Esempio di asset allocation tattica	17
Tabella 5: Performance delle principali aree geografiche	33
Tabella 6: Performance dei settori	34
Tabella 7: Performance degli stili d'investimento	35
Tabella 8: Combinazioni strategiche di gestione attiva e passiva	40

Abbreviazioni

AC All country

ACWI All country world index

CAPM Capital asset pricing model

DDM Dividend discount model

DFCF Discount free cash flow

ETF Exchange traded fund

FCFE Free cash flow to equity

FCFF Free cash flow to firm

MLD Miliardi

MSCI Morgan Stanley capital international

P/BV Price/Book value ratio

P/E Price/Earning ratio

ROE Return on equity

ROI Return on investment

SAA Asset allocation strategica

SR Sharpe ratio

TAA Asset allocation tattica

TE Tracking error

TR Treynor ratio

Introduzione

I mercati azionari sono famosi per i rischi e le opportunità che li caratterizzano. Essi a differenza di altri mercati (monetari e obbligazionari) offrono delle prospettive di rischiorendimento maggiori e, per questo motivo, hanno da sempre affascinato gli operatori finanziari, i quali nel tempo hanno cercato dei metodi sui quali basarsi, al fine di "battere il mercato" in modo consistente.

In tal senso, un investitore ha la facoltà di scegliere diversi modi con i quali cercare di ottenere i risultati desiderati, attuando molteplici strategie che coinvolgono più tematiche.

All'inizio, tipicamente la scelta verte su quali asset class scegliere e, ad esse, vengono poi assegnate delle ponderazioni che sanciscono come debbano essere investiti i fondi.

Con il termine asset class, si intende un insieme di titoli che presentano peculiarità simili come area geografica, settore e caratteristiche interne all'azienda; inerentemente a quest'ultimo parametro, se l'investitore sceglie di puntare sulle specificità delle imprese, tale "modus operandi" prenderà il nome di stile d'investimento.

In finanza, questo primo processo viene chiamato asset allocation strategica (SAA).

Nel tempo i mercati si sono evoluti attraverso cambiamenti macroeconomici, sia per quanto concerne i settori che i paesi, nei quali si sono delineate delle peculiarità precise, rispondenti a potenzialità di rischio-rendimento che attraggono diverse tipologie di operatori, in base ai propri obiettivi d'investimento.

Per quanto concerne la classificazione sulle caratteristiche interne all'azienda (gli stili), si possono fare diverse suddivisioni ma, la maggior parte delle volte, viene fatta attraverso due criteri: il trade off valore/crescita, nel quale si distingue un'impresa in base al modo in cui utilizza i propri utili (se li distribuisce agli azionisti oppure li reinveste) e la capitalizzazione che invece la divide utilizzando come riferimento il capitale azionario di cui essa dispone.

Una volta prese queste decisioni, la scelta verte su quale tipo di gestione del portafoglio adottare e, in questo caso, tutto dipende da quale teoria dell'investimento si pensa sia la più valida.

Riguardo a questo argomento, si sono sviluppate tre scuole di pensiero nell'ambito degli investimenti finanziari che provano a spiegare come sfruttare le situazioni, che ci sono o si creano nei mercati, al fine di massimizzare i profitti. Queste tre teorie risultano essere tutt'oggi le più utilizzate per la scelta di un investimento, e sono: l'analisi tecnica la quale cerca di capire l'andamento che prenderà il mercato attraverso l'uso di specifici indicatori e lo studio dei dati storici, l'analisi fondamentale che prova ad individuare il vero valore del titolo con l'ausilio di modelli specifici, per poi acquistare (vendere) azioni il cui prezzo è inferiore (superiore) al valore trovato, e la teoria della random walk la quale presuppone che il mercato sia "efficiente", ovvero che le performance del mercato non possano essere superate in modo sistematico, in

quanto i prezzi rappresentino già la migliore stima del valore dei titoli e sia impossibile intuirne l'andamento futuro.

Queste tre idee hanno influenzato il modo di investire i fondi sui mercati azionari in quanto i sostenitori della random walk, poiché pensano non sia possibile superare i rendimenti di un mercato in modo continuo, decidono di avere una gestione delle risorse finanziarie denominata "passiva", cioè si cerca di replicare in modo accurato un portafoglio di titoli preso come riferimento, che viene comunemente chiamato benchmark, limitando sia i costi di analisi per la selezione dei titoli che quelli di transazione per la loro gestione; chi supporta invece almeno una delle altre due teorie utilizza una gestione dei fondi detta "attiva" con la quale si prova a superare le performance del portafoglio preso come confronto (benchmark).

Nelle gestioni attive viene tipicamente fissato un range entro il quale poter operare, discostandosi dall'asset allocation strategica o dal benchmark che la rappresenta e, più precisamente, i principali sono: l'asset allocation tattica (TAA) la quale fissa degli scostamenti massimi in termini di ponderazioni tra le varie asset class, il tracking error (TE) che stabilisce la differenza limite dei rendimenti del portafoglio con quelli del benchmark e l'active share che, invece, decreta la variazione massima consentita in termini di singoli titoli all'interno dell'asset class, sempre in relazione all'indice di confronto.

Entro i parametri fissati, possono essere utilizzati due metodi per cercare di incrementare le performance, ovvero: il market timing che è un approccio di analisi tecnica con il quale si gestisce il portafoglio, cercando di capire quali siano i momenti migliori per investire/disinvestire sul mercato, e la securities selection che invece può essere fatta attraverso l'analisi di quote di fondi azionari (fund selection), con le quali si cerca di capire quali siano i fondi attivi in grado di creare valore, e la selezione diretta di azioni (stock picking), che viene tipicamente condotta con l'ausilio di modelli matematici riconducibili all'analisi fondamentale, per individuare le azioni sottovalutate per comprarle e sopravvalutate per venderle.

La combinazione di tutti gli argomenti appena esposti rappresentano sia il processo di selezione e gestione dei titoli sia le metodologie con cui l'investitore prova a "battere il mercato", che in questa tesi viene espresso non come l'indice di confronto "benchmark", bensì come un indice globale generico.

Avere performance migliori rispetto al benchmark significa dunque confrontare i risultati ottenuti dal portafoglio con quelli di un indice. La comparazione, però, può essere un'operazione che fornisce risultati diversi a seconda di come si misurano i rendimenti ottenuti; infatti, a livello teorico vengono esposti diversi indicatori per effettuare tali calcoli e, per questo motivo, una parte seppur minore della tesi si soffermerà anche sugli aspetti legati a questo ambito, per fornire una visione più completa.

La teoria, dunque, fa emergere diversi modi con i quali un investitore può gestire, selezionare e valutare il proprio portafoglio; per questo motivo, sarebbe interessante capire come dei professionisti della piazza finanziaria ticinese combinino questi processi, al fine di creare valore.

Per fare ciò, l'elaborato è stato strutturato con lo scopo di perseguire i seguenti obiettivi:

- Descrivere l'asset allocation strategica e le sue componenti.
- Descrivere le tre principali scuole di pensiero nell'ambito degli investimenti finanziari.
- Descrivere la gestione attiva e passiva, oltre che i parametri entro i quali farla.
- Descrivere le strategie di selezione e gestione dei titoli con le quali possono avvenire la gestione passiva e quella attiva.
- Descrivere le misure con le quali può avvenire la valutazione delle performance.
- Analizzare le teorie e le performance delle singole componenti del processo di gestione e selezione dei titoli esposto nella prima parte.
- Raccogliere delle testimonianze di gestori con conduzione attiva della piazza finanziaria ticinese, operanti sui mercati azionari, descrivendo e analizzando il processo con il quale gestiscono, selezionano e valutano i portafogli di titoli.
- Confrontare le interviste con la teoria ed elaborare delle riflessioni a riguardo.

Nonostante ciò, la tesi avrà come fine ultimo quello di descrivere: quali stili, modelli teorici, processi di gestione e selezione dei titoli vengono utilizzati dai gestori con conduzione attiva, operanti sui mercati azionari, della piazza finanziaria ticinese.

Per perseguire la domanda di ricerca e gli obiettivi verrà condotto un approccio di tipo qualitativo, strutturando il lavoro nel seguente modo:

nella prima parte della tesi si effettuerà un'analisi della letteratura esistente sugli investimenti azionari e la gestione e selezione dei titoli in portafoglio.

Ciò, sarà fatto utilizzando delle fonti elettroniche e degli articoli scientifici che sono stati pubblicati sui più importanti giornali di finanza, come ad esempio il "financial analyst journal" e il "the journal of finance".

Inoltre, sarà anche consultato uno dei più importanti libri nel campo degli investimenti finanziari, ovvero "Investment Valuation" di Aswath Damodaran, per spiegare i principali modelli teorici con i quali può avvenire lo stock picking.

In modo complementare agli aspetti teorici, verranno poi implementate delle analisi sulle performance dei mercati in base all'area geografica, al settore e al cluster di aziende specifico, confrontando i vari indici che presentano metodologie simili di misurazione.

Nella seconda parte, saranno svolte delle interviste a dei gestori con conduzione attiva, della piazza finanziaria ticinese e operanti sui mercati azionari, attraverso una composizione di domande semi-strutturata che permetterà di portare alla luce le dinamiche che avvengono nella realtà.

Infine, nella terza parte saranno svolti dei confronti che mettano in risalto le divergenze e le analogie che emergeranno tra la parte teorica e quella reale.

Parte I Teoria sul processo di selezione e gestione dei titoli

Se si considerasse nella sua totalità il processo che coinvolge i gestori patrimoniali, si potrebbero estrarre le sequenti fasi:

1. Analisi del fabbisogno

2. Asset allocation strategica

5. Monitoraggio e adeguamenti

4. attuazione

4. attuazione

Figura 1: Processo di gestione patrimoniale

Fonte: Tschümperlin Moggi (2018), corso di attività e gestione bancaria.

Siccome lo scopo del progetto non è quello di descrivere tutto il processo che essi svolgono per gestire i fondi, bensì solo quello di selezione e gestione dei titoli in ambito azionario, non verranno esposte tutte le fasi, ma piuttosto si porrà l'accento sulle azioni che intercorrono tra due aree esposte nel grafico, ovvero: quelle comprese nell'asset allocation strategica e tattica.

Queste due aree, comprendono i processi attuati dal gestore al fine di "battere il mercato", che in questo caso viene stabilito come un indice globale generico.

Viene fatta questa precisazione in quanto molto spesso si utilizza tale espressione analizzando solo il divario delle performance che intercorrono tra il benchmark (indice di riferimento) e il portafoglio ma, come sarà esposto in seguito, essi catturano solo un'abilità dell'investitore riconducibile al tipo di gestione del portafoglio (attiva o passiva) mentre si tralasciano tutti i passaggi precedenti che permettono ad esso di puntare su aree geografiche, settori e cluster di titoli migliori rispetto al mercato globale, consentendogli di scegliere come benchmark degli indici più specifici e performanti rispetto a quello generico.

A tal proposito, verranno suddivise le performance del portafoglio in 3 componenti:

Tabella 1: Scomposizione delle performance del portafoglio

Imputazione delle performance	Formula
Performance del portafoglio	$r_m+(r_b-r_m)+(r_p-r_b)$
Performance del benchmark	(r _b -r _m)
Performance della gestione del portafoglio	(r_p-r_b)
Performance del portafoglio rispetto al mercato	(r _p -r _m)

Fonte: Cavadini (2019), corso di Investment process & portfolio theory

Dove:

- r_p sono i rendimenti del portafoglio gestito dell'investitore
- r_b sono i rendimenti del benchmark, ovvero dell'indice di confronto
- r_m è il rendimento del mercato globale generico

Dalla tabella si evince dunque che un investitore può operare su due leve al fine di "battere il mercato", in quanto il rendimento dell'indice globale (r_m) prescinde dall'abilità dell'operatore.

La prima comprende le scelte che possono essere fatte nella SAA, grazie alle quali vengono selezionate le asset class di riferimento, definendone le relative ponderazioni.

In base al grado di dettaglio con cui vengono definite le asset class, si può estrapolare un indice che ne rappresenti la scelta: il benchmark.

A tal proposito, un benchmark può dirsi valido solo quando i suoi rendimenti, relazionati a quelli del portafoglio preso in considerazione, sono più simili rispetto a quelli tra il portafoglio e il mercato¹ (Bailey, 1992).

Il benchmark viene stabilito per misurare il contributo della gestione attiva e, lo scostamento delle performance tra portafoglio e indice di riferimento (r_p-r_b), sancisce l'apporto di questa seconda leva ai risultati del portafoglio.

Dalla suddivisione si può notare dunque che la SAA e la gestione attiva rappresentano i mezzi con i quali l'investitore può apportare valore al portafoglio, i quali combinati tra loro rappresentano anche il processo di selezione e gestione titoli che analizzerò nei capitoli successivi.

_

 $^{^{1}}$ r_p - r_b < r_p - r_m

1 Asset allocation strategica

La gestione del portafoglio pone in prima analisi il rapporto rischio-rendimento che si vuole ottenere. Per fare ciò, bisogna tenere conto di parametri che fotografano la situazione dell'investitore, come: gli obiettivi, la situazione finanziaria, la tolleranza al rischio e i vincoli di investimento, come ad esempio l'orizzonte temporale, le esigenze personali ecc (Byrne & Smudde, 2010).

Una volta definito ciò, si può procedere con l'attuazione dell'asset allocation strategica (SAA), ovvero si scelgono le ponderazioni tra le varie tipologie di asset class, che siano coerenti con le esigenze e il profilo di rischio dell'investitore, al fine di garantire una diversificazione del portafoglio ottimale, rappresentando così il primo passo verso la selezione dei titoli (Byrne & Smudde, 2010).

Con il termine asset class, si intende un insieme di titoli che hanno caratteristiche simili. Questo concetto può essere applicato sia ad un livello superficiale che ad uno più specifico, a seconda di quanto l'investitore voglia tenere sotto controllo il profilo di rischio e rendimento del portafoglio, ed è un passaggio fondamentale sul quale si basa la SAA (Byrne & Smudde, 2010).

Infatti, delle asset class in senso ampio potrebbero essere ad esempio le azioni, le obbligazioni, i contanti e gli investimenti alternativi ma, come si può dedurre, essi lasciano spazio a ulteriori suddivisioni.

Tabella 2: Esempio di asset allocation strategica composta in senso ampio

Asset class	Ponderazioni
Strumenti monetari	10%
Obbligazioni	40%
azioni	40%
Investimenti alternativi	10%

Fonte: elaborazione dell'autore

Prendendo ad esempio il mercato azionario, le ulteriori suddivisioni che possono essere fatte sono molteplici, come: per area geografica, per stato di avanzamento economico (mercati emergenti o sviluppati), per settore, per grandezza dell'azienda, per possibilità di crescita, per valuta ecc. Più il grado di dettaglio aumenta e più le correlazioni tra i rendimenti dei singoli titoli che compongono l'asset class saliranno, in quanto risponderanno a dinamiche similari (Byrne & Smudde, 2010).

Tabella 3: Esempio di asset allocation strategica composta in modo specifico

Asset class	Ponderazioni
Obbligazioni governative, Europa	20%
Obbligazioni corporate, USA	30%
Small cap, Svizzera, settore alimentare	15%
Titoli growth, Cina, settore tecnologico	20%
Hedge fund, mercati emergenti	5%
Immobiliare, Germania	10%

Fonte: elaborazione dell'autore

Come si può dedurre dalla tabella 3, una suddivisione può essere più stringente in base a due parametri: i criteri di origine esterna all'impresa che ne delineano il contesto in cui opera (settori e paesi scelti) e le caratteristiche proprie dell'azienda (small cap, growth ecc.) che, in alcuni tipi di asset class (tipicamente obbligazionaria e azionaria), giungendo ad un determinato grado di dettaglio prendono il nome di stili.

La SAA definisce così l'universo investibile dei titoli in cui possono essere apportati i fondi; nell'ottica del mandato di gestione, il gestore componendo una SAA in senso ampio aumenta la sua flessibilità decisionale, in quanto si fissa ad un livello più generico la ponderazione, lasciando libero l'operatore di investire nei cluster o nei paesi in cui egli ritenga più opportuno; viceversa, in quello più approfondito si limita tale potere e si è in grado di stabilire in modo più accurato il benchmark, con il quale confrontare il gestore sulle sue abilità di conduzione attiva.

La SAA è un passaggio di fondamentale importanza in quanto, da dei famosi studi condotti da Brinson, Hood e Beebower (1986), esso si è mostrato essere il più importante fattore di successo in materia di investimenti, in quanto si è stimato che contribuisca al risultato delle performance finali per circa il 90%.

2 Paesi e settori

I paesi e i settori rappresentano i parametri di origine esterna per i quali può essere suddivisa la SAA.

Per quanto concerne i primi, essi influiscono sul portafoglio in quanto più sono numerosi più vi è la possibilità di diversificare (Conroy & Byrne, 2010).

A tal proposito, il portafoglio che consente la massima diversificazione è quello globale, poiché permette di sfruttare le correlazioni minori tra i titoli dei numerosi paesi.

Le prime suddivisioni che possono essere fatte, rispetto il mercato globale, sono quelle per stato di avanzamento economico, delineando due profili: i mercati emergenti e quelli sviluppati.

I primi, sono caratterizzati da paesi che non hanno ancora una struttura politica, economica e sociale solida, mostrando al contempo degli alti potenziali di crescita (Sole 24 ore, 2018).

Per questo motivo, tali mercati hanno affascinato molti investitori, i quali vedono in essi delle buone possibilità di profitto, seppur consapevoli che saranno investimenti rischiosi.

I mercati sviluppati, al contrario, sono più stabili e hanno un potenziale di crescita minore, essendo così più idonei per investitori conservativi.

I mercati emergenti si collocano soprattutto nel continente asiatico e nell'America latina, mentre quelli sviluppati sono caratterizzati tipicamente dai paesi dell'Europa occidentale e nord America.

Ulteriori classificazioni che possono essere fatte sono quelle per aree geografiche, le quali tipicamente vengono suddivise per continente o nazione e, più viene ridotto il raggio geografico degli investimenti, più la diversificazione viene limitata, poiché come detto nel capitolo precedente le correlazioni tra i titoli aumentano in quanto influenzati dalle stesse dinamiche macroeconomiche (Byrne & Smudde, 2010).

Per quanto concerne i settori, si possono suddividere in due macro-categorie: ciclici e difensivi.

I settori ciclici sono quelli che vengono influenzati maggiormente dalla congiuntura, cioè che accentuano le oscillazioni dei mercati sia nei periodi rialzisti che ribassisti.

Essi fungono dunque come "amplificatore" delle performance e sono per questo motivo più volatili; in rappresentanza di queste tipologie possono essere citati: il settore finanziario, automobilistico, dei materiali, dei beni di lusso e dei prodotti industriali. (Family Banker, 2019; UBS, n.d).

La seconda categoria è quella che etichetta i settori come "difensivi" in quanto, seppur correlati positivamente con i mercati, hanno delle oscillazioni minori, fungendo da "scudo" nelle fasi ribassiste e permettendo all'investitore di proteggere, almeno in parte, il proprio portafoglio (Family Banker, 2019; UBS, n.d).

In rappresentanza del cluster anticiclico possono essere citati i settori dei beni fondamentali e della pubblica utilità come quello farmaceutico, alimentare, delle telecomunicazioni e delle utilities.

Esposte le caratteristiche dei due cluster, un investitore logicamente dovrà allocare le proprie risorse nei settori ciclici in fase di mercato rialzista, poiché sfruttano meglio i trend positivi, e in quelli difensivi nel caso di un andamento ribassista, dal momento che "proteggono" il portafoglio mitigando le oscillazioni.

3 Stili di investimento azionario

Lo stile d'investimento, come detto precedentemente, rappresenta la scelta di un operatore nell'investire in aziende che posseggono internamente caratteristiche molto simili.

Nel caso in cui si componga un portafoglio con delle peculiarità rispecchianti uno stile di investimento, così come per i paesi e i settori, bisognerà stipulare un benchmark più restrittivo di quello globale.

Nei paragrafi seguenti verranno trattati gli stili basati sui due criteri più famosi, ovvero: la capitalizzazione azionaria e le aspettative di crescita dell'impresa.

3.1 Stili orientati al trade off valore/crescita

La suddivisione in cluster più famosa è sicuramente quella che utilizza come criterio le aspettative di crescita dell'impresa. Seguendo questo parametro possono essere identificati tre gruppi di imprese, ovvero: value, blend e growth.

Chi adotta uno stile value investe in imprese solitamente più solide e orientate alla distribuzione di dividendi, ovvero che non impegnano gli utili per aumentare la propria capacità produttiva, o solo in piccola parte, al fine di massimizzare il rendimento per gli azionisti attraverso l'erogazione degli utili. Le aziende che caratterizzano questo stile presentano le seguenti particolarità: price/earnings e price/book value bassi (a causa dell'alta distribuzione di dividendi), bassa volatilità, si trovano di norma in settori solidi e sono titoli tipicamente difensivi (Cussen, 2019).

Un investitore che utilizzasse questo stile adotterebbe dunque una visione di lunghissimo termine, in quanto lo scopo primario non è quello di avere un ritorno in capital gain nel breve periodo (differenza tra prezzo di vendita e prezzo d'acquisto), bensì quello di generare profitti dall'incasso dei dividendi (Fontinelle & Segal, 2018).

Alcuni investitori, però, scelgono di adottare questo stile credendo che si possano ottenere degli alpha positivi da esso, poiché i titoli value presentano più inefficienze rispetto agli altri. Di principio, infatti, chi sceglie l'approccio orientato al valore pensa solitamente che, essendo queste aziende reputate "noiose" dal mercato, ci sarà una minor attenzione degli investitori su di esse e, per questo motivo, si potranno avere maggiori possibilità di trovarvi dei prezzi discostati dal "fair value". (Fontinelle & Segal, 2018).

Lo stile che si contrappone in modo netto a quello precedente è il growth, ovvero quello orientato alle aspettative di crescita dell'impresa.

Chi sceglie questo approccio, tipicamente, investe in titoli che distribuiscono bassi dividendi, poiché pensa che una volta reinvestiti faranno ottenere un guadagno in capital gain in grado di sovraperformare il mercato (Cussen, 2019).

I dividendi ricoprono, di conseguenza, un aspetto più marginale in questo stile e, solitamente, le imprese che ne fanno parte sono cicliche, hanno alte volatilità e appartengono a settori in cui vi è un continuo sviluppo scientifico/tecnologico (Cussen, 2019). Questo cluster è tipicamente identificabile attraverso lo studio dei multipli i quali, a causa dei bassi dividendi distribuiti, saranno molto più alti rispetto allo stile value (Baselli, 2009).

Infine, vi è un ultimo stile che si colloca a metà strada tra il value e il growth, ovvero il "blend", il quale consiste nell'investire in entrambi i cluster precedentemente citati. Esso, di per sé, rappresenta una forzatura al concetto di stile, in quanto non identifica né un cluster né un benchmark più specifico e, per questo motivo, tale strategia viene confrontata con un indice generico e, spesso, viene anche definita con l'appellativo di "stile neutro".

3.2 Stili orientati alla capitalizzazione azionaria

Un'altra suddivisione in cluster, che può essere fatta, è quella secondo la capitalizzazione di borsa dell'azienda; attraverso questo criterio, infatti, si possono individuare tre tipologie di imprese, ovvero: le small cap (piccole imprese), le mid cap (medie imprese) e le large cap (grandi imprese).

Le imprese small cap sono sicuramente le più famose tra le tre e sono le aziende con capitalizzazione di borsa inferiore a 2 miliardi.

Esse, hanno acquisito popolarità in quanto si pensa che presentino maggiori inefficienze, poiché destano meno interesse sul mercato e hanno meno rilevanza mediatica a causa della loro piccola taglia, che ne fa diminuire il flusso di notizie (Fondi & Sicav, 2018).

Ciò comporta, in teoria, che non vi siano disponibili velocemente e in modo accurato tutte le informazioni importanti, come ad esempio il business model che hanno, la cultura aziendale e il loro potenziale. Inoltre, essi rappresentano asset in cui i fondi raramente investono gran parte del loro patrimonio, il che permetterebbe di avere maggiori opportunità di trovare titoli sottovalutati (Segal, 2019).

Chi investe in small cap, dunque, lo fa anche perché ritiene che le caratteristiche tipiche del cluster siano vantaggiose rispetto a quelle con capitalizzazione maggiore.

Più nello specifico, le peculiarità che accomunano tali imprese sono: la visione imprenditoriale della proprietà che molto spesso funge anche da management, una bassa diversificazione dei business dovuta a una composizione meno articolata dei rami d'azienda, una forte predisposizione alla crescita e maggior flessibilità strategica che consente di avere un business più mirato (Fondi & Sicav, 2018).

Le small cap, però, sono d'altra parte mediamente più volatili delle large cap e sono anche più soggette a fallimenti in caso di congiuntura negativa, poiché spesso non sono in grado di sopportare a lungo termine gli shock economici che avvengono in fasi avverse all'investimento (Segal, 2019; Fondi & Sicav, 2018).

Alle aziende a piccola capitalizzazione si contrappongono, ovviamente, le large cap che sono le imprese con capitale azionario superiore a 10 miliardi.

Esse, hanno caratteristiche molto diverse da quelle precedenti, in quanto mostrano una maggior resistenza verso gli shock dovuti ai cicli di congiuntura negativi e sono molto più liquide delle small cap. Dal punto di vista societario, inoltre, hanno solitamente un azionariato misto che spesso si scinde dal management e possono vantare, tra l'altro, strutture di corporate governance sviluppate e economie di scala molto superiori rispetto a quelle con piccola capitalizzazione (Fondi & Sicav, 2018; Chen, 2019).

Tali aziende, però, hanno d'altra parte una minor flessibilità strategica rispetto alle small cap e mostrano solitamente un ampio grado di diversificazione dei rami d'azienda che, se da una parte può essere visto come una fonte di sicurezza, dall'altra non permette all'investitore di puntare unicamente sul business desiderato. Inoltre, esse sono spesso "sotto i riflettori" e, dunque, hanno una rilevanza mediatica importante che le porta ad essere solitamente prezzate correttamente. Questa tipologia, in aggiunta, ha solitamente un approccio orientato al valore, distribuendo dividendi alti e avendo d'altro canto tassi di crescita minori (Chen, 2019).

Tra le due categorie sopra esposte vi si posiziona in mezzo una terza, ovvero le mid cap, che sono aziende con una capitalizzazione di borsa compresa tra i 2-10 MLD e, in sintesi, rappresenta un cluster di titoli che ha delle caratteristiche intermedie rispetto a quelle descritte precedentemente (Ganti, 2019).

3.3 Stili a più criteri

Dalle prime descrizioni fornite, si può dedurre che ci sono cluster più rischiosi di altri e che, seppur classificati in modo differente, alcuni gruppi hanno caratteristiche simili tra loro, come ad esempio quello che riguarda la coppia small cap e growth, che risultano entrambe essere le più volatili e sensibili alle condizioni del mercato, oppure quella large cap e value, che sono mediamente più difensive e sicure.

Gli investitori, dunque, potrebbero essere nella realtà interessati a suddividere ulteriormente questi gruppi per poter approfittare in modo più accentuato delle caratteristiche comuni, oppure, di comporli in altri modi per cercare di regolare il profilo di rischio del proprio portafoglio, puntando su delle precise combinazioni. Ad esempio, se si pensa che la congiuntura sarà positiva e si è molto tolleranti verso il rischio, si potrebbe pensare di unire i gruppi delle small cap e dei growth per massimizzare tali effetti, pur subendo probabilmente una volatilità più alta o, se invece si vuole avere una maggiore stabilità e sicurezza, si può puntare sulla combinazione più sicura scegliendo il cluster delle aziende large cap-value.

In tal senso, Morning star ha costruito, nel 1992, una tabella visiva raffigurante le varie ulteriori suddivisioni che si potevano fare con questi due criteri, al fine di aiutare gli operatori in campo finanziario a distinguere i vari stili; successivamente, vennero condotti degli studi con lo scopo di capire quali fossero le combinazioni più e meno rischiose, grazie alle quali l'investitore poteva orientarsi per scegliere il cluster più idoneo alla propria tolleranza.

Value Blend Growth Cell 1-1 Cell 2-1 Cell 3-1 Large Low Risk Low Risk capitalization Cell 1-2 Cell 2-2 Cell 3-2 2 Mid Low Risk High Risk capitalization Cell 1-3 Cell 2-3 Cell 3-3 3 Small High Risk High Risk capitalization

Figura 2: Morningstar's style box

Fonte: Frederick P. Schadler & Stanley G Eakins, 2001

In uno studio condotto da Schadler & Eakins (2001), i cui risultati sono riportati in modo visivo nella figura 2, si è visto come, in accordo con quanto spiegato precedentemente, i cluster divengono sempre più rischiosi più ci si avvicina alla combinazione small/growth e maggiormente stabili all'avvicinarsi di quella large/value.

Inoltre, si è notato che attraverso le diverse combinazioni si possono creare portafogli con un simile livello di rischio, puntando però su cluster differenti.

Infine, un investitore potrebbe comporre strategie più "complesse", utilizzando i cluster in diverso modo; un esempio è rappresentato dallo stile d'investimento momentum, il quale consiste nell'acquistare azioni che hanno registrato una forte crescita, vendendo quelle value (Borsa italiana, n.d)². Così facendo, si ha la possibilità di puntare sul differenziale di crescita tra i due, in quanto si pensa che le aziende che sono progredite velocemente, almeno nel breve periodo, registrino nuovamente delle performance migliori.

4 Teorie dell'investimento

Le persone che operano sul mercato azionario seguono solitamente una teoria principale, in quanto reputata superiore rispetto alle altre, che condiziona così le decisioni di investimento future. Ciò, avviene poiché ogni scuola di pensiero, basandosi su principi o analisi diverse, è normale che dia, di norma, agli investitori segnali diversi riguardanti se fare o meno un determinato investimento; al giorno d'oggi se ne sono consolidate tre, ovvero: la random walk, l'analisi fondamentale e l'analisi tecnica, le quali sono molto differenti tra loro per visione e modus operandi.

² Momentum - Glossario finanziario

4.1 Random walk e teoria del mercato efficiente

La teoria del mercato efficiente fu ipotizzata la prima volta da Eugene Fama il quale, a seguito di numerosi fallimenti nello spiegare il comportamento dei mercati, dedusse che questi fossero imprevedibili, in quanto il prezzo riportato dal mercato incorporasse tutte le informazioni, risultando essere così la miglior stima del "fair value" dei titoli.

Uno degli errori, che spesso viene commesso nel giudicare tale teoria, è quello di ricondurre questo ragionamento al fatto di non poter fare extra-profitti³ poiché il prezzo del titolo sia sempre uguale al suo valore intrinseco in ogni momento, il quale risulta essere una cosa del tutto irrealistica e non applicabile alla realtà. Ciò che dice tale scuola di pensiero, invece, è che i titoli presentano sì degli scostamenti di prezzo attorno al valore intrinseco, ma i cui movimenti non sono né correlati né riconoscibili attraverso alcun tipo di analisi, generando così un andamento casuale dei prezzi nel tempo del tutto imprevedibili (random walk) e comportando per l'investitore la logica conseguenza di dover accettare il prezzo vigente sul mercato come corretto (Fama, 1965).

Tale spiegazione, più realistica di quella precedente, implica così che la probabilità di indovinare l'andamento attorno al "fair value" sia la stessa di sbagliare (dunque il 50%) e che, seguendo la legge dei grandi numeri e considerando la grande quantità di operatori sui mercati finanziari, vi sarà sicuramente un cluster di investitori che riuscirà nell'intento di generare extraprofitti nel lungo termine (caso Warren Buffet), ma che questi non siano dovuti alla loro abilità, bensì alla fortuna (Damodaran, 2012).

L'efficienza dei mercati venne esposta in tre forme, le quali presentano delle caratteristiche differenti l'una dall'altra, ovvero:

Efficienza in forma forte: si pensa che i prezzi incorporino sia le informazioni di origine pubblica, sia quelle di fonte privata, che quelle del passato (Damodaran, 2012); ciò risulta essere, al momento, non veritiero in quanto ci sono stati negli anni diversi casi in cui persone, all'interno di istituti finanziari, sono riuscite a generare enormi profitti sfruttando l'asimmetria informativa tra loro e gli investitori esterni. Tali fatti, vengono anche evidenziati dalla punibilità nel diritto di molti paesi, anche quello svizzero, del reato di insider trading, che se vigesse questa forma sarebbe del tutto superfluo.

Efficienza in forma semi-forte: tutti i prezzi incorporano le informazioni di accesso pubblico e quelle passate (Damodaran, 2012). Questa forma implica che non si possano fare extraprofitti con l'utilizzo delle sole informazioni reperibili dal mercato e che le strategie d'investimento attuate non producano performance migliori. Ciò, seppur più plausibile rispetto alla forma precedente, non è risultato anch'esso veritiero in passato, in quanto come riportato in uno studio condotto da Basu nel 1977, si sarebbe visto, ad esempio, come i P/E, i cui dati si riferiscono ad informazioni di dominio pubblico, possano essere indicatori di performance aggiustate per il rischio maggiori. Questa affermazione trova però delle limitazioni in quanto,

³ Un titolo fa extra-profitti quando consegue performance maggiori rispetto al suo β di mercato.

in un lavoro più recente del 2003 di Burton G. Mikel, si evince come tale indicatore col passare del tempo abbia perso di efficacia e che anzi, come si vedrà nella parte dell'analisi degli stili successivamente, questi risultati sono stati completamente ribaltati negli ultimi 10 anni. Altri studi interessanti, fatti per testare questa teoria, sono quelli condotti sulle reazioni del mercato per misurare la velocità con cui le informazioni venivano incorporate nel prezzo. Nel caso vigesse questa forma, infatti, l'informazione dovrebbe essere incorporata al 100% al momento della diffusione (Damodaran, 2012), mentre, come si evincono dagli studi di Rendleman, Jones e Latanè (1982), in realtà, la maggior parte della variazione del prezzo avveniva prima e dopo l'annuncio.

Efficienza in forma debole: implica che tutti i prezzi incorporino le informazioni del passato (Damodaran, 2012), comportando l'impossibilità per gli investitori di fare extra-profitti con le metodologie sfruttanti tali notizie. Sempre nel lavoro di Burton G. Mikel (2003), emergono diversi studi nei quali vengono riportate delle evidenze empiriche che smentiscono tale teoria. Infatti, vi sono state trovate delle correlazioni tra i rendimenti passati con quelli futuri, sia positivi nel breve termine che negativi nel lungo, che potrebbero dimostrare l'irrazionalità dei mercati, a causa di reazioni inizialmente troppo accentuate che portano nel tempo a delle correzioni.

Altre anomalie, che si contrappongono a questa forma, sono quelle di origine temporale, nelle quali ci si è basati sugli andamenti passati cercando di capire se ci fossero giorni o mesi in cui fosse stato più propizio investire.

A tal proposito, in passato, si sono constatati due effetti, ovvero il "January effect" e il "Weekend effect". Il primo, emerse in seguito ad uno studio condotto da Haugen e Lakonishok (1988), il quale ha mostrato come nelle prime settimane di gennaio ci fossero delle performance mediamente molto superiori rispetto agli altri mesi mentre, il secondo, fu condotto nel 1973 da Frank Cross, in cui si mostrava che il lunedì i mercati avevano degli andamenti peggiori rispetto agli altri giorni della settimana, soprattutto se messi in relazione con i venerdì che invece erano i giorni più performanti.

Molte delle ricerche appena esposte, però, vennero riprese in un lavoro più recente di Schwert (2003), il quale notò che tali studi, i quali avevano lo scopo di testare le inefficienze dei mercati, nella realtà contribuivano a renderli più efficienti in quanto, una volta che venivano divulgate le scoperte, gli operatori adeguavano i nuovi comportamenti alle sopravvenute informazioni "correggendo" in parte gli errori emersi.

Per concludere, dalle ricerche effettuate i mercati presentano delle anomalie in contrasto con la teoria del mercato efficiente ma, non per forza, ciò significa che è facile sfruttare tali inefficienze. Sicuramente, al giorno d'oggi, alcuni mercati presentano un grado di inefficienze minore rispetto ad altri ma, nonostante questo, al momento non sembrano esistere né mercati completamente efficienti né completamente inefficienti.

4.2 Analisi tecnica

Questa metodologia presuppone che le preferenze degli investitori cambino a seconda degli avvenimenti congiunturali, economici, politici e monetari che li coinvolgono e che, attraverso lo studio di dati volumetrici, indicatori di direzione e analisi grafiche, le predilezioni possano

essere colte in anticipo, generando extra profitti per gli investitori che abbiano svolto tali analisi; essa poggia la sua validità su tre considerazioni principali: i prezzi scontano ogni informazione che viene messa sul mercato e quindi gli analisti non devono domandarsi se il prezzo è corretto o meno ma piuttosto prevedere quale sia l'andamento futuro più probabile, i prezzi si muovono per tendenze e dunque se si individua il loro andamento principale si potrà capire come evolverà la situazione futura e, infine, che la storia si ripete, ovvero dato che i prezzi sono il risultato di aspettative e comportamenti umani è molto facile che questi possano ripetersi nel tempo, qualora si verificassero le stesse condizioni esterne che sono avvenute in passato (Defendi, 2017). Ciò, se fosse vero, significherebbe che si potrebbe prevedere il futuro sulla base delle informazioni passate, poiché a seguito degli elementi sopracitati si saprebbe quali categorie di titoli saliranno e quali scenderanno nei diversi periodi storici, portando di conseguenza allo scardinamento delle tre forme di efficienza descritte precedentemente.

Uno dei fattori più studiato dagli analisti tecnici è quello psicologico e, più precisamente, essi si prepongono l'obiettivo di capire il sentimento generale del mercato per dedurre anticipatamente quale ne sarà il comportamento futuro. Per gli studiosi di questa disciplina, in tal senso, possono esserci due scenari a livello "macro" che coinvolgono gli operatori sui mercati, ovvero una situazione di "Risk on" e una di "Risk off" (Defendi, 2017).

Nella prima, gli investitori a seguito di fattori esterni favorevoli all'investimento (buona fase congiunturale, fase di stabilità politica ecc.) sono propensi a fare investimenti rischiosi, muovendo i capitali su strumenti che offrono alti rendimenti come le azioni. Nella seconda situazione si verifica l'esatto opposto, ovvero che a seguito di congiuntura negativa e instabilità economica, avviene il fenomeno chiamato "Flying to Quality" il quale è causato da un atteggiamento più prudente degli investitori che, cercando investimenti più "stabili" al posto di speculazioni più rischiose, causano l'accrescimento della domanda di titoli sicuri e di beni "rifugio" (Bond AAA, valute come il CHF, oro ecc.), facendone incrementare il valore mentre, d'altra parte, ci sarà una categoria di titoli più rischiosi che troverà meno domanda, con relativa diminuzione della propria quotazione. (G. Defendi, 2017).

Nonostante delle evidenze empiriche che mostrano la profittabilità dell'analisi tecnica, come ad esempio quelle trovate negli studi catalogati da Park e Irwing (2007), essa è sempre stata al centro di scetticismi da parte dei cultori della materia finanziaria in quanto cerca di sfruttare fenomeni irrazionali, come ad esempio il sentimento generale degli investitori, i quali sono sia difficilmente misurabili che in contrapposizione con tutte le forme del mercato efficiente. A favore di questo tipo d'analisi, però, vi sono ad esempio gli importanti studi svolti da Kahneman e Twersky i quali riuscirono a dimostrare l'irrazionalità degli investitori e i bias a cui questi sono soggetti, facendo emergere una nuova branca della finanza chiamata "comportamentale", per spiegare appunto gli errori commessi a causa del fattore umano.

4.3 Analisi fondamentale

L'analisi fondamentale mira a trovare il valore intrinseco del titolo attraverso lo studio di due aree, ovvero, quella macroeconomica e quella microeconomica. Per quanto concerne la prima, vengono studiati i fattori fondamentali di un sistema economico nel suo complesso come: il PIL, l'inflazione, l'andamento dei settori, la situazione politica e quella sociale; mentre, dal

punto di vista microeconomico, si fa un'analisi sia dei bilanci che delle prospettive future, guardando da una parte dati quantitativi come ROE, ROI, tasso di crescita, dividendi e P/E mentre, dall'altra, anche parametri più qualitativi come la qualità del management, la tipologia di business e il posizionamento all'interno del settore (Borsa Italiana⁴, n.d; Segal & Ganti, 2019). Dalla combinazione delle due aree si può avere una panoramica dettagliata dell'azienda e del contesto in cui opera, grazie alla quale si potranno stimare i flussi di cassa futuri che si pensa verranno generati. Questi utili/flussi di cassa formeranno la prima componente sulla quale si basano i modelli di valutazione dell'azione utilizzati per fare stock picking e, stabilendo poi il rendimento che si aspetta l'investitore per assumere il rischio d'impresa⁵, sarà possibile attribuire un prezzo giusto al titolo. Quest'ultimo, una volta identificato dovrà essere confrontato con il prezzo di mercato e, solo dopo ciò, si potrà capire se debba essere comprata o meno l'azione.

Quest'analisi si basa dunque sull'ipotesi che nel mercato ci possano essere titoli sottovalutati o sopravvalutati e che vi siano delle possibilità di individuarli, traendone degli extra-profitti (comprare titoli che costano poco e vendere quelli che costano troppo). Inoltre, essa assume che, se nel breve periodo ci possano essere diverse fluttuazioni di prezzo imprevedibili dovute all'irrazionalità degli investitori, nel lungo periodo queste oscillazioni porteranno nel tempo ad un prezzo uguale al suo "fair value" (Segal & Ganti, 2019).

A differenza dell'analisi tecnica, questa scuola di pensiero ha dunque un'ottica di lungo periodo, in quanto ritiene che l'utilizzo di strumenti razionali di calcolo del valore dell'azienda non siano rispettati nelle oscillazioni di breve termine. Un investitore che utilizza quest'analisi deve dunque essere consapevole che avrà, con buone probabilità, bisogno di un orizzonte di tempo abbastanza lungo per veder avverate le proprie predizioni, se queste fossero giuste.

Ovviamente, l'approccio fondamentale va a contrapporsi con l'ipotesi del mercato efficiente, poiché in quest'ultimo si presuppone che non sia possibile, attraverso delle analisi, capire se il titolo sia conveniente o meno.

5 Gestione passiva e attiva

La gestione passiva viene utilizzata da chi crede che il mercato sia efficiente, oppure anche da chi crede che non lo sia completamente ma che non permetta di creare abbastanza valore aggiunto per coprire i costi derivanti da un altro tipo di gestione. Secondo questa visione, dato che non si possono ottenere extra-profitti se non con l'ausilio della fortuna, l'unica cosa razionale da fare è quella di massimizzare la propria diversificazione e minimizzare i costi dovuti alle analisi dei titoli e all'operatività sul mercato. Una volta decisa la SAA, dunque, l'investitore passivo decide di replicare i benchmark con i quali egli è confrontato, senza

⁴ Analisi fondamentale – Glossario finanziario.

⁵ È il rischio legato all'acquisizione dell'azione, derivante dalla possibilità di incorrere in utili o perdite.

intervenire sui loro beta/ponderazioni, evitando così di operare sul mercato ma, al massimo, intervenendo con strategie di ribilanciamento, rinunciando di fatto a produrre alpha.

Le gestioni attive, invece, consistono in tutte le decisioni prese dall'investitore al fine di ottenere performance migliori del benchmark.

Esse, vengono fatte solo da chi pensa che il mercato sia inefficiente abbastanza da avere rendimenti migliori rispetto la gestione passiva, al netto dei costi. Ciò, significa che l'investitore proverà a "battere il benchmark" mediante analisi di tipo tecnico e/o fondamentale, poiché pensa che queste possano produrre valore.

In ottica di mandato, quando si vuole implementare una gestione attiva, deve essere stabilito un parametro entro il quale limitarla, in quanto non deve sconvolgere troppo il profilo di rischio delineato dalla strategia di lungo termine. Tra questi parametri vi sono la tactical asset allocation (TAA), il tracking error (TE) e l'active share, che verranno approfonditi nel capitolo successivo.

All'interno di questi scostamenti limite, poi, possono essere condotte le due strategie attive che sono il market timing, il quale cerca di trovare il momento migliore per investire e disinvestire, e la securities selection che, invece, consiste nel selezionare titoli che si pensa forniranno delle performance ottimali.

6 Parametri della gestione attiva e passiva

In ambito finanziario sono state sviluppate delle misure utilizzate per monitorare e determinare le conduzioni attive e passive.

Le principali misure in tal senso sono 3, ovvero l'asset allocation tattica (TAA), il tracking error (TE) e l'active share.

La TAA è lo strumento principale per vincolare le gestioni attive, sancendo di quanto le ponderazioni delle varie asset class possano essere discostate dai pesi fissati nella SAA e, in tal senso, più le ponderazioni possono differire dalla visione di lungo termine (sotto/sovra ponderazioni consentite maggiori), più si lascia margine di manovra al gestore al fine di creare alpha.

Tabella 4: Esempio di asset allocation tattica

Asset class	Ponderazioni
Strumenti monetari	20% <mark>(±10%)</mark>
Obbligazioni	40% (±10%)
Azioni	20% <mark>(±10%)</mark>
Investimenti alternativi	20% <mark>(±10%)</mark>

Fonte: elaborato dall'autore

La TAA, però, limita la gestione attiva unicamente dal punto di vista del market timing (e neanche in modo completo) poiché all'interno dell'asset class, utilizzando sempre gli stessi pesi fissati nella SAA, possono essere fatte operazioni di securities selection che rispettano i pesi della visione di lungo termine, oppure anche del market timing attraverso leve o derivati atti alla modifica del beta del portafoglio, senza che ne vengano modificate le ponderazioni relative.

La seconda misura è il tracking error (TE) che, invece, corrisponde alla deviazione standard annualizzata della differenza tra i rendimenti del portafoglio con quelli del benchmark (Byrne & Smudde, 2010) e, più questo indicatore è alto più la gestione può essere definita attiva.

Tracking error:

$$er_t = r_{P;t} - r_{B;t}$$
 $P = \text{portafoglio}$ $B = \text{benchmark}$ $T = \text{numero rendimenti periodali}$ $TE = s_{er} \cdot \sqrt{f}$

Come si può notare dalla formula, il TE sarà nullo quando i rendimenti del manager saranno uguali a quelli dell'indice di riferimento e, dunque, questa misura più è bassa più dovrebbe indicare una gestione passiva, poiché significherebbe che si sta replicando l'indice senza fare market timing.

Ciò, però non è sempre vero perché, all'atto pratico, un portafoglio con una composizione diversa da quella del benchmark potrebbe fornire come indicazione un TE basso.

In un famoso studio di Cremers e Petajisto (2009), vennero in tal senso mostrate queste lacune e venne esposto come, ad esempio, un TE basso potrebbe essere riprodotto dal gestore attraverso una condotta attiva con uno stock picking ben diversificato, esponendosi in modo simile al fattore di rischio sistematico del benchmark; in questo caso, infatti, è lecito attendersi uno scostamento dei rendimenti tra portafoglio e benchmark basso, nonostante si stia facendo una gestione attiva ben marcata.

Anche II TE, dunque, da solo non può fornire una visione del tutto affidabile sulla conduzione del manager e, per questo motivo, è stata sviluppata, sempre dai due autori prima citati, un'altra misura considerata complementare ad essa, in quanto fotografa la gestione dal punto di vista dello stock picking, ovvero l'active share.

Active share:

Dalla formula si può vedere che l'active share dipende unicamente dagli scostamenti in valore assoluto dei pesi di un titolo in portafoglio rispetto a quelli del titolo nel benchmark (si prendono in valore assoluto perché altrimenti la somma sarebbe pari a 0) e, che quindi, operazioni di market timing che vadano a modificare i rendimenti o le ponderazioni tra le asset class, ma non i pesi dei titoli in portafoglio, non sarebbero catturati da tale misura (Cremers & Petajisto, 2009).

Il tracking error, l'active share e la tattical asset allocation sono, dunque, tre misure che se utilizzate singolarmente non possono dare delle indicazioni pienamente affidabili sul tipo di condotta del manager. Esse, inoltre, da sole non permettono neanche di limitare pienamente l'operato attivo di un gestore ma, al contrario, se utilizzate contemporaneamente possono fornire dati molto più attendibili e vincoli molto più rigidi; per questo motivo, sono considerate come complementari.

7 Strategie di selezione dei titoli in ambito azionario

Sono le strategie comprendenti tutti quegli atti che il gestore intraprende per scegliere i titoli. In questa sezione si può fare una prima suddivisione basata sulla tipologia di titolo trattata; infatti, prendendo l'ambito azionario, esistono due generi di titoli che possono essere usati: le azioni e le quote di fondi azionari.

Nonostante si tratti di azioni o di quote di fondi, la selezione può essere condotta in due modi, uno passivo o uno attivo.

Se si trattano le singole azioni, la selezione attiva si chiamerà "stock picking" mentre, per i fondi, si parlerà di "fund selection".

In questa categoria, poi, ricade anche l'indicizzazione in quanto essa consiste nella rinuncia di scegliere i titoli, al fine di replicare il mercato e, per questo motivo, può essere vista come una strategia di selezione titoli passiva.

7.1 Fund selection

La fund selection consiste nella capacità di selezionare fondi abili nell'apportare valore aggiunto al portafoglio.

La scelta di investire in un fondo rispetto che in singole azioni può avere sia vantaggi dal punto di vista quantitativo, poiché permette di investire in un prodotto già diversificato e del quale bisogna curare meno gli aspetti di analisi, che qualitativo poiché si possono creare delle sinergie tra i team interni e i gestori esterni, per quanto concerne lo scambio di idee e informazioni, il che avviene solitamente quando si istaurano relazioni stabili nel lungo termine (Bruschi et al, 2019).

Nonostante ciò, essi possono provocare al contempo degli svantaggi, che solitamente sono riconducibili a due motivi: i possibili costi elevati di gestione che vengono caricati e i problemi inerenti alla trasparenza del gestore esterno.

Per selezionare il gestore più adatto, infatti, è utile fare una serie di analisi su di esso, al fine di capire se possa o meno apportare valore aggiunto al portafoglio.

In un rapporto a cura della CFA society italy (Bruschi et al, 2019) viene esposto il processo che dovrebbe seguire una buona selezione di fondi.

In tal senso, un primo passo che viene individuato è quello di sviluppare una visione d'insieme del fondo "ideale" che si vorrebbe acquistare, considerando: le circostanze, i limiti, gli obiettivi e la politica che utilizza.

Una volta mappato il profilo del fondo si deve procedere con una ricerca di tipo quantitativo, per selezionare i fondi che più rispecchiano la visione ideale, riducendo così il campione. I dati che devono essere analizzati sono di tre tipi: i primi concernono quelli operativi che comprendono le informazioni inerenti alla composizione del fondo, nei quali si ricercano gli elementi sui costi, sui flussi, sul patrimonio gestito ecc; la seconda categoria di dato è quella sulle performance, in cui si valutano i rendimenti ottenuti, i rischi sopportati e le misure che tengano conto della loro combinazione; infine, la terza tipologia sono i fattori concernenti il portafoglio, cioè si indaga su come questo sia investito e gestito (aree geografiche, settori, concentrazione, turnover e stile).

Queste prime tre fasi consentono di realizzare uno screening basato su dati quantitativi, permettendo di semplificare la scelta e limitandola a pochi fondi.

Una volta raggiunto questo punto, il passo successivo è quello della "due diligence", in cui si conducono delle analisi di tipo qualitativo per capire quale vantaggio competitivo abbia il gestore che gli permetta di sovraperformare il benchmark e i concorrenti (processi interni, cultura, personale ecc.).

Infine, vi è un ultimo passaggio, il quale viene utilizzato per capire come il gestore controlli gli aspetti emotivi. Quest'ultima fase, infatti, risulta essere fondamentale in quanto molto spesso l'elemento umano è una delle fonti più influenti nell'erosione dei ricavi. Per tale ragione, l'ultima analisi deve essere fatta per capire come il gestore reagisca a situazioni avverse.

7.2 Stock picking

Lo stock picking consiste nel selezionare le azioni sottovalutate per comprarle e, se esistono prodotti finanziari con i quali investire al ribasso, sopravvalutate per venderle.

Esso è tipicamente collegato alle analisi di tipo fondamentale, poiché solo attraverso quest'ultime si potrà capire il valore intrinseco dell'azione.

A tal proposito, nel tempo sono stati creati dei modelli matematici e degli indicatori, nei quali alcuni permettono di stimare il prezzo corretto del titolo mentre altri consentono solo di fare dei confronti.

Nonostante il fine ultimo dello stock picking sia quello di trovare le azioni sotto/sopra valutate, verranno presentati tutti gli strumenti più famosi che permettano all'investitore di cogliere segnali riguardanti l'equity, ovvero: il CAPM, i multipli, il dividend discount model (DDM) e i discount free cash flow models (DFCF).

Multipli

I multipli sono dei metodi di valutazione dell'azione in termini relativi e i più utilizzati sono il Price/Earnigs ratio (P/E) e il Price/Book Value ratio (P/BV), che mostrano rispettivamente quanto il prezzo d'acquisto sia costoso rispetto all'utile conseguito e al suo valore contabile (il totale del capitale azionario dell'azienda).

Più l'indicatore segnala un rapporto basso, meno l'azione è cara ma, nonostante ciò, non consentono all'investitore di capire se essa sia sotto o sopra valutata.

Essi, infatti, devono essere utilizzati solo per fare dei confronti tra aziende che appartengono allo stesso cluster, cioè che presentano delle caratteristiche simili come il settore di appartenenza, le dimensioni e la fase del ciclo di vita, per capire se una sia più conveniente di un'altra, non dando però in alcun modo informazioni in termini assoluti (Damodaran, 2012).

Ciò, non è possibile in quanto se si fa il confronto tra due aziende simili e una risulta avere un P/E più basso di un'altra, non significa che debba essere acquistata, poiché potrebbero essere entrambe sopravvalutate, o viceversa, non per forza quella che risulta essere meno conveniente non debba essere anch'essa aggiunta al portafoglio, poiché potrebbero essere tutte e due sottovalutate (Cavadini, 2018).

Capital Asset Pricing Model

Il capital asset pricing model (CAPM) fu introdotto per la prima volta da Sharpe (1964) ed è una metodologia di stima del rendimento atteso del titolo che si basa sul mercato efficiente.

Il modello mette in relazione il rendimento di un'azione con il suo rischio sistematico, denominato beta (β) , e si basa sulla seguente formula:

CAPM:

$$k = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

In cui:

 Il tasso privo di rischio (r_f) è il tasso al quale si può investire senza che ci sia il pericolo che la controparte non adempia alla prestazione promessa. Per stimare questo fattore si prendono solitamente come riferimento i tassi di interesse a lungo termine offerti dai

titoli obbligazionari degli stati "sicuri", come i buoni del tesoro americani o quelli svizzeri⁶ (Courtois et al, 2007).

- Il beta (β) indica la sensibilità dell'azione alle variazioni delle condizioni del mercato e rappresenta il rischio sistematico del titolo. In teoria, esso può assumere valori sia negativi che positivi e, come si può notare dalla formula, la positività del parametro incrementa il rendimento richiesto dagli azionisti mentre, al contrario, un beta negativo lo riduce (Courtois et al, 2007).
- Gli excess return del mercato (r_m-r_f) indicano di quanto il mercato ha superato, in termini di rendimento, il titolo privo di rischio.

Da questa formula emerge che la remunerazione di un'azione non debba tenere conto del suo rischio specifico. Ciò, avviene poiché quest'ultimo può essere eliminato attraverso la diversificazione acquistando titoli in portafoglio e, se si considerasse che non ci siano costi di transazione al momento dell'acquisto/vendita delle azioni (come fa il CAPM), quest'operazione risulterebbe essere totalmente gratuita (Courtois et al, 2007).

Un'impresa che paga un dividendo, dunque, non dovrà remunerare tale componente di rischio, perché può essere eliminata senza alcun costo dall'investitore⁷.

A differenza di ciò, il rendimento atteso di un titolo deve ripagare il suo beta, come si evince dal modello, poiché è un rischio non eliminabile attraverso operazioni di diversificazione, ma è riducibile soltanto acquistando azioni con tale parametro basso o negativo, in quanto il beta di un portafoglio è uguale alla media ponderata dei beta dei singoli titoli di cui è composto. Questa condizione comporta che un'azione con un rischio sistematico basso sia più attrattiva, in quanto permette ad un investitore di diminuire le sue esposizioni alle variazioni del mercato, facendone diminuire così il rendimento richiesto.

Il CAPM presuppone, inoltre, che un titolo debba rendere esattamente quanto richiesto dal suo beta; qualora ci fosse un disallineamento tra il rendimento reale e quello emerso dal modello (nella grande maggioranza dei casi) si potranno verificare due scenari:

- 1) Un titolo ha un rendimento maggiore rispetto quello atteso, il che significa che esso è sottovalutato e bisognerà comprarlo.
- 2) Un titolo ha un rendimento minore rispetto quello atteso, il che significa che è sopravvalutato e bisognerà venderlo.

Il CAPM può essere dunque visto come una prima forma di valutazione dell'azione in quanto, anche se non ne stabilisce il valore, fornisce informazioni sull'acquisto o la vendita del titolo.

⁶ Si prendono a lungo termine poiché serve per calcolare il rendimento di un'azione e, dato che quest'ultima ha una durata di vita possibilmente anche infinita, è più appropriato un tasso di questo genere.

⁷ Nel modello si fa questa ipotesi ma nella realtà, poiché esistono dei costi di transazione, dovrebbe essere remunerata anche una parte di rischio specifico.

Nonostante ciò, esso viene utilizzato maggiormente per determinare il tasso di sconto dei modelli a cash flow attualizzati che verranno presentati nei paragrafi seguenti.

Dividend discount model

Il dividend discount model (DDM) rappresenta una prima forma vera e propria di valutazione in termini assoluti dell'azione, in quanto grazie ad esso può essere identificato il prezzo corretto del titolo, mentre il CAPM si basava solamente sul confronto tra i rendimenti. In finanza il prezzo giusto dell'equity, e dunque dell'azione, si pensa sia uguale all'ammontare dei cash flow netti (entrate-uscite), che ci si aspetta da essa, divisi per un fattore di sconto ritenuto congruo per il rischio assunto dall'investitore. Il modello proposto utilizza una metodologia semplice per trovare il prezzo, ovvero considera che l'unico flusso monetario che coinvolga l'investitore siano i dividendi futuri che ci si aspetta ne derivino dal titolo, i quali rappresenteranno i flussi di cassa netti che bisognerà dividere per il fattore di sconto appropriato (Damodaran, 2012).

Esistono due versioni basiche del DDM, in quanto, basandosi sui dividendi, le aziende si pensa possano fare solo due cose razionali con gli utili conseguiti, ovvero fare dei reinvestimenti di mantenimento della capacità produttiva e il resto distribuirli agli azionisti, oppure reinvestire una parte maggiore degli stessi per aumentare la propria offerta e distribuire, di conseguenza, meno dividendi⁸(Cavadini, 2018). Nel primo caso, si avrà un DDM a dividendi costanti in quanto, se gli utili vengono reinvestiti solo per mantenere la propria capacità produttiva, è lecito aspettarsi che essi non varieranno nel tempo. Per il tasso di sconto, come anticipato precedentemente, si utilizzerà il rendimento richiesto dagli azionisti basato sul CAPM.

DDM a dividendi costanti:

$$P_0 = \frac{Div}{k_e}$$

Come si può notare dalla formula, per trovare il prezzo si utilizza la rendita perpetua, con la quale si considera che il dividendo venga pagato per un periodo infinito; ciò può essere fatto poiché si presuppone che l'azienda, e dunque anche la sua azione, abbia una possibile durata di vita infinita e che il titolo venga tenuto per tutto il tempo.

Se il prezzo trovato da questa operazione è più basso di quello vigente sul mercato allora il titolo è sopravvalutato mentre, se al contrario è più alto, allora è sottovalutato.

Il secondo metodo di DDM, viene esposto nel libro di Damodaran (2012), ed è chiamato Gordon growth model che, come detto precedentemente, è utilizzato per aziende che distribuiscono solo in parte gli utili conseguiti, in quanto vengono reinvestiti col fine di aumentare la propria capacità di offerta. Da esse è dunque lecito aspettarsi che il rendimento

⁸Lo smantellamento di comparti aziendali per distribuire maggiori dividendi non è un'opzione contemplata.

futuro del dividendo sarà più alto di quello attuale e che quindi ci sia un tasso di crescita "g", che rappresenterà l'aumento percentuale del dividendo atteso dall'investitore.

DDM con tasso di crescita costante:

$$P_0 = \frac{Div_0*(1+g)}{k_e - g}$$

Anche per il DDM con tasso di crescita costante si utilizza una formula che tenga conto dei dividendi per un periodo illimitato di tempo (formula della rendita perpetua) e, si può notare da essa, come all'aumentare di g diminuisca il denominatore e aumenti il numeratore, determinando così un prezzo teorico più alto.

Ovviamente, il tasso g stimato dell'azienda non dovrà essere maggiore della crescita che ci si pensa avrà l'economia in cui essa opera, in quanto nel lungo periodo è irrealistico pensare che una singola impresa riesca a crescere ad un tasso g perpetuo più alto del macroambiente in cui è immersa (Damodaran, 2012).

Discount free cash flow models

Damodaran (2012), nel suo libro espone anche un'altra metodologia di valutazione dell'equity, ovvero i discount free cash flow models (DFCF).

Essi, sono particolarmente utili qualora la stima attraverso i DDM non sia possibile a causa di dividendi troppo bassi o perfino nulli.

I DFCF utilizzano lo stesso principio del metodo basato sui dividendi ma, differiscono da quest'ultimo, in quanto non si considera più che l'unico cash flow utile per l'azionista siano gli utili erogati, bensì i flussi monetari che sono stati generati.

I discount free cash flow possono poi essere suddivisi ulteriormente in altre due sottocategorie, cioè i free cash flow to equity discount models (FCFE) e i free cash flow to firm discount models (FCFF).

I FCFE pongono come risultato i flussi che l'azienda riesce a generare per i suoi azionisti, ovvero le risorse monetarie che potrebbero essere distribuite ad essi. Questo modello rappresenta dunque una forma di valutazione diretta del valore del capitale azionario e, per trovare tale flusso, ci si basa sulla seguente formula:

FCFE = Utile netto - (capitale reinvestito - ammortamenti) - variazioni non monetarie del capitale circolante + (accensione nuovi debiti - ripagamento debiti).

Il metodo con il quale si determina il prezzo corretto dell'azione è analogo a quello del Gordon growth model e, dunque, si scontano i flussi che si ottengono per il rendimento atteso del CAPM e un tasso di crescita opportuno.

FCFE con tasso di crescita costante:

$$P_0 = \frac{FCFE_0*(1+g)}{k_e - g}$$

I FCFF, invece, rappresentano i flussi monetari disponibili per remunerare sia gli azionisti che i finanziatori di capitale terzi e non pongono come risultato la valutazione del capitale azionario, bensì quanto vale l'intera azienda. Per questo motivo, poiché non sono direttamente coinvolti nel calcolo del valore dell'azione, non verranno approfonditi.

Complicanze dei DDM e dei DFCF

Damodaran, inoltre, espone anche i problemi dei DDM e DFCF.

Una prima complicanza scaturisce dall'identificazione dei fattori che influenzano le performance di un'impresa, i quali agiscono sui parametri del modello e sono molto difficili da stimare in date lontane. Per questo motivo, se nel breve periodo è possibile fare analisi accurate e affidabili sull'evoluzione e lo sviluppo di un business, nel lungo termine ciò risulta essere molto più complesso e spesso molto meno azzeccato.

L'identificazione delle singole componenti (dividendi, cash flow e la stima del tasso di crescita), infatti, possono mostrare diverse complicanze al momento della loro valutazione. Oltre agli errori di stima, vi sono anche da considerare le semplificazioni fatte dai modelli, che nella maggior parte dei casi non coincidono con la realtà, come ad esempio considerare i fattori costanti per tutta la durata di vita dell'impresa mentre, all'atto pratico, la maggior parte delle aziende hanno un'evoluzione disomogenea nel tempo.

Per colmare quest'ultimo problema, sono stati proposti dei modelli di DDM e DFCF più flessibili, ma anche più articolati e complessi, per rappresentare in modo più veritiero il valore di un'impresa, nei quali si stimano tassi di crescita e flussi monetari che variano nel tempo.

Tali approcci, però, possono considerarsi "un'arma a doppio taglio" in quanto, se da una parte consentirebbero di avere una maggiore flessibilità nella valutazione e dunque, utilizzandole correttamente, permetterebbero di rappresentare in modo più veritiero l'evoluzione che subirà l'impresa, d'altro canto, siccome essi sono più complessi, poiché bisogna identificare più tassi di crescita e flussi, saranno ancor più soggetti a possibili errori di stima.

Questa problematica potrebbe diminuire a tal punto i benefici apportati da rendere meno utile utilizzare la formula più complessa, seppur più veritiera, rispetto a quella meno corretta ma più semplice.

In sintesi, l'errore di stima e le limitazioni sono i due macro-problemi che affliggono i modelli e, come si può intuire, vi è una sorta di trade-off tra i due, poiché più si cerca di diminuire uno più si incorre nel rischio di aumentare l'altro.

7.3 Indicizzazione

L'indicizzazione è una strategia mediante la quale si cerca di replicare un indice di mercato.

Essa, può essere ottenuta attraverso diverse tecniche (Cavadini, 2019), tra cui:

- Full replication: si cerca di replicare in modo perfetto il benchmark, comprando tutti i suoi titoli e cercando di mantenere i pesi più vicini possibile all'indice.
- Stratified sampling: si acquista solo un campione di titoli che si reputino rappresentativi dell'indice posto come benchmark.
- Optimization: si crea un portafoglio di titoli che, se ci si basasse sulle performance passate per un periodo di tempo determinato, avrebbe replicato al meglio il benchmark.

Mettendo a confronto le tre tecniche di replica dell'indice si possono constatare che le peculiarità diverse di ognuna comportano vantaggi e svantaggi differenti. Nella full replication, ad esempio, vi è il vantaggio che se si crede fermamente nell'indice in cui si opera si ha l'opportunità di avere performance identiche ad esso (non considerando i costi di transazione). Per fare ciò, però, bisogna continuamente intervenire sul mercato ri-bilanciando i titoli in portafoglio, poiché quelli che avranno performato meglio avranno un peso maggiore, rispetto all'indice di riferimento, e quelli che avranno sottoperformato uno minore. Queste operazioni comportano dei costi di transazione più alti se confrontati con le altre due tecniche e, per far sì che non danneggino troppo le performance del portafoglio, è consigliato utilizzarlo solo per dei benchmark con un numero di titoli contenuto (Bruschi et al, 2019).

Nel caso, appunto, vi sia una quantità di titoli tale da rendere inappropriata usare la full replication, si possono utilizzare le altre due tecniche. La Stratified sampling, infatti, ha il vantaggio di diminuire i costi dovuti ai continui ribilanciamenti, poiché si forma un portafoglio con solo un campione di titoli dell'indice, che si reputino rappresentativi della sua totalità, grazie ai quali l'intervento è limitato ad una popolazione minore; d'altro canto, utilizzare questa tecnica non permette una piena replica dell'indice, portando conseguentemente a discostarsi da esso (Bruschi et al, 2019).

La strategia di ottimizzazione gode anch'essa degli stessi svantaggi e vantaggi della tecnica precedente. In questa variante però, almeno in teoria, non è strettamente necessario prendere un campione rappresentativo di titoli, in quanto si compone un portafoglio che, prendendo in considerazione i dati passati, avrebbe replicato in maniera più fedele il benchmark. Possono sorgere però delle problematiche in sede di analisi, in quanto a volte può capitare che il portafoglio di titoli che replica più fedelmente un indice, anche di grandi dimensioni, possa essere composto solo da 2-3 elementi. In questo caso, anche se la composizione di titoli ottenuta risulta essere la più idonea secondo questa tecnica, non sarà comunque consigliabile utilizzarla, in quanto vi sarebbe una concentrazione troppo elevata del rischio. Per limitare questi risultati, si può porre come obiettivo, ad esempio, di trovare il portafoglio più simile al benchmark ponendo come vincolo un numero minimo di titoli che permetta di mitigare maggiormente il rischio (Cavadini, 2019).

Molto spesso, le tecniche di indicizzazione possono essere affiancate da misure come il tracking error, per sancire quando ri-bilanciare i titoli che replicano l'indice, al fine di trovare un

compromesso tra il discostamento delle performance dal benchmark e i costi di transazione che ne derivano dagli interventi sul mercato (Bruschi et al, 2019).

Figura 3: Trade off tracking error-costi di transazione



Fonte: Bruschi et al. p. 48

La strategia d'indicizzazione viene comunemente associata alla sola gestione passiva, anche se, nella realtà, essa limita solo una delle dimensioni della gestione attiva, ovvero la selezione dei titoli, in quanto non permette all'investitore di scegliere liberamente azioni/fondi in base alle potenzialità.

L'indicizzazione permette, dunque, di non dover analizzare i titoli al fine di reputare quali siano sotto/sopra valutati ma, d'altra parte, non limita in alcun modo strategie di market timing.

Essa, però, comporta dei rischi in quanto, poiché ha delle performance strettamente legate all'andamento dei mercati, sarà particolarmente negativa quando gli indici entreranno in una fase ribassista.

8 Strategie di gestione del portafoglio

I titoli in portafoglio possono essere gestiti attraverso diversi tipi di strategie, le quali incidono fortemente sul risultato finale delle performance, sia per quanto riguarda il rendimento che il rischio.

In tal senso, una volta scelto di battere il benchmark con la securities selection, o di replicarlo con l'indicizzazione, si possono gestire tali titoli in modo passivo o attivo.

Le metodologie passive sono quelle che non mirano a battere il benchmark, bensì a minimizzare l'operatività sul mercato o intervenirvi solo con dei ribilanciamenti atti a non discostare troppo le ponderazioni scelte nella SAA; quelle attive, invece, puntano a sovraperformare l'indice, capendo quando sia meglio/peggio investirvi.

8.1 Buy and hold strategy

Questa strategia è quella meno cara in termini di costi di transazione poiché consiste nell'inattività dell'investitore, il quale non deve intervenire di fronte alle variazioni del mercato.

Il titolo viene così tenuto con un'ottica di lungo termine e senza applicarvi dei ri-bilanciamenti periodici, ma al massimo sporadici (Chen & Beers, 2019).

Un investitore che sceglie questa tipologia ha dunque il vantaggio di non farsi condizionare dalle oscillazioni di breve termine, poiché ritenute non influenti (Chen & Beers, 2019).

La buy and hold, però, è rischiosa in quanto, se la si utilizza in modo "puro" può provocare delle sovra ponderazioni eccessive su determinati titoli, o asset class in generale, e diminuire così la diversificazione del portafoglio (Chen & Beers, 2019).

Questa strategia è dunque molto soggetta alla congiuntura e, infatti, se paragonata ad una rebalancing, che verrà spiegata subito dopo, solitamente prospera maggiormente quando i mercati sono in fase rialzista, mentre è meno performante in caso contrario (Chen & Beers, 2019).

Tale metodologia, molto spesso, viene ricondotta unicamente alla sola gestione passiva, in quanto garantisce la minimizzazione dei costi di transazione contrapponendosi al market timing. Essa, però, non esclude a prescindere la securities selection, la quale comporta dei costi aggiuntivi per svolgere le analisi, anche se la maggior parte delle spese viene comunque abbattuta.

8.2 Re-balancing strategy

Questa strategia consiste nel ri-bilanciare continuamente i pesi in portafoglio, al verificarsi di determinate condizioni. Essa, nonostante implichi l'intervento sul mercato, non può essere considerata attiva poiché, in primo luogo, l'operatività sul mercato non viene svolta per battere il benchmark e, in seconda analisi, anche perché nonostante non permetta la minimizzazione dei costi di transazione, come accede nel caso di una buy and hold, essa permette attraverso le maggiori spese di ritornare ad un grado di diversificazione maggiore, riducendo così il rischio del portafoglio.

Secondo il sito Starting Finance (Merola, 2018), il ribilanciamento può essere condotto attraverso più criteri, tra cui i più utilizzati sono: il tempo (periodic rebalancing) e il superamento di una soglia limite (threeshold rebalancing, range rebalancing e volatility based strategy).

Per quanto riguarda il periodic rebalancing, si fissa un intervallo di tempo al termine del quale bisogna redistribuire i pesi del portafoglio alla percentuale stabilita.

Nella strategia basata sulla volatilità, invece, il ribilanciamento avviene quando il portafoglio diviene troppo volatile e, in questo caso, l'intervento viene effettuato comprando le classi di attivo meno rischiose e vendendo quelle che subiscono più oscillazioni.

Le altre due strategie basate sul superamento di un valore soglia sono il range e il threeshold re-balancing. Essi, comportano entrambi ad una rivalutazione dei pesi in portafoglio, al superamento di un certo valore limite nelle ponderazioni delle asset class ma, nel caso del range rebalancing, la riponderazione sarà fatta fino al valore limite pattuito mentre, la seconda, sino al valore strategico iniziale costituito nella SAA.

Queste tecniche di ribilanciamento sono soggette a due parametri in concorrenza tra loro, ovvero, la tolleranza al rischio dell'investitore, poiché più essa è alta più le soglie e i periodi entro i quali intervenire si allungano, e la volontà di sostenere i costi di transazione, poiché più è alta più i periodi si accorciano e le operazioni divengono più frequenti.

In sintesi, a differenza della buy and hold questa metodologia permette il continuo mantenimento di un portafoglio diversificato ma, a discapito di ciò, richiede spese maggiori.

8.3 Market timing

Il market timing consiste nello scegliere il momento in cui investire/disinvestire le risorse, nel rispetto dell'asset allocation strategica e i parametri ad essa connessa.

In tal senso, il market timing può essere condotto in diversi modi, ovvero: attraverso la rotazione delle asset class, delle aree geografiche, dei settori, degli stili, dei singoli titoli (Menon, 2013) o, ancora, attraverso l'utilizzo di leve e derivati, al fine di aumentare la propria esposizione al mercato in fasi propizie all'investimento e diminuirla in quelle avverse.

Il market timing, dunque, lascia spazio a diversi modi di conduzione e, per questo motivo, i parametri che sono stati esposti nel capitolo 6, molto spesso se utilizzati singolarmente non possono regolarlo in modo pieno.

Questa tipologia di conduzione attiva, inoltre, non è semplice da implementare e neanche esente da rischi in quanto, se usata in modo troppo frequente, rischia di distruggere il valore del portafoglio a causa degli alti costi di transazione che essa comporta (Menon, 2013), oltre al fatto che sbagliare il timing di entrata/uscita può portare a consistenti riduzioni delle performance.

9 Approccio top down e bottom up

La securities selection è diventata una pratica così importante per l'investitore attivo, tale per cui esiste un approccio che vede quest'ultima prevalere sulla SAA.

Quando si costruisce un portafoglio, infatti, si possono avere due approcci, ovvero quello top down, che è simile a quanto descritto finora, e quello bottom up che ha invece origine inversa.

Se si applica un processo di tipo top down, significa che si vuole andare da un contesto più ampio fino ad uno sempre più specifico; in fase di costruzione del portafoglio, ciò si traduce concretamente in un'analisi del macroambiente iniziale e, solo una volta trovati i mercati/settori più attrattivi che consentano un alto grado di diversificazione, si procede alla selezione dei titoli (Conroy & Byrne, 2010). Ciò, comporta alla costruzione del portafoglio tipica descritta finora, ovvero prima si fa la SAA, attribuendo le ponderazioni alle varie asset class trovate, e solo in seguito si attua la securities selection.

Se, invece, si decide di creare un portafoglio con un'ottica bottom up, allora, in primo luogo si analizzeranno i singoli titoli per scovare quelli più attrattivi e, solo in seguito, si andrà a comporre l'asset allocation strategica che, però, in questo caso non sarà dovuta ad una selezione basata su criteri macroeconomici, bensì risulterà essere la mera somma dei singoli titoli (Berardi, 2018).

Questi due approcci sono diametralmente opposti e, ognuno di essi, ha dei vantaggi e svantaggi caratteristici.

L'analisi top down ha come vantaggio principale quello di garantire una diversificazione ottima, in quanto in sede di composizione della SAA risulta essere uno degli obiettivi principali ma, un possibile svantaggio, potrebbe essere quello che, al fine di dare questa garanzia, se la maggior parte delle inefficienze sfruttabili sono attribuibili in un determinato mercato, essa non permette di sfruttarle appieno (Berardi, 2018).

Per quanto concerne l'approccio bottom up si può constatare, al contrario di quello precedente, che ha come possibile limite quello di non garantire automaticamente una diversificazione appropriata, in quanto potrebbe indicare teoricamente che i titoli convenienti siano riconducibili ad un singolo mercato e, se si seguisse strettamente questo processo, allora bisognerebbe acquistare tutti i titoli di quel mercato rinunciandovi al potenziale diversificante di altri (Berardi, 2018).

A causa delle caratteristiche dei due approcci, dunque, si può capire che c'è una sorta di trade off che riguarda la diversificazione, punto di forza dell'approccio top down, e il pieno sfruttamento delle opportunità garantite dai titoli più attrattivi, punto di forza della visione bottom up. Per cercare di sfruttare questo trade off in modo ottimale gli investitori possono utilizzare un mix dei due processi descritti, ovvero eseguire entrambe le analisi contemporaneamente scegliendo il compromesso che ritengano migliore (Paulucci, 2019).

10 Valutazione delle performance del portafoglio

Molto spesso si incorre nell'errore di valutare una gestione solo per quanto concerne i rendimenti, tralasciando i rischi che si sono dovuti assumere per ottenerli.

Ciò, almeno dal punto di vista teorico, è sbagliato in quanto è normale aspettarsi da un gestore, che ha assunto più rischio, un rendimento maggiore e, dunque, non gli si può attribuire delle capacità superiori soltanto guardando quest'ultimo elemento.

A tal proposito, come espresso da Syngal (2010), sono state create delle misure che "aggiustassero" i rendimenti ottenuti da un investitore in base al rischio che egli avesse assunto; queste misure vengono chiamate "risk-adjusted".

La misura risk adjusted più famosa è sicuramente lo Sharpe ratio (SR), il quale prende il nome del suo inventore William Sharpe.

Essa, aggiusta le performance per unità di rischio complessivo, mettendo in relazione gli excess return del portafoglio con la rispettiva volatilità, la quale è il parametro indicante il rischio totale assunto dall'investitore.

Solitamente, tale misura di rischio viene proposta come rendimento annualizzato e, dunque, la formula dovrà tenere conto di tale convenzione:

$$SR = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f) * f}{\sigma_p * \sqrt{f}}$$

Nella formula il numeratore rappresenta l'excess return medio del portafoglio rispetto il tasso risk free e il denominatore la sua volatilità, entrambi annualizzati⁹.

In seguito, però, tale formula è stata rielaborata da Modigliani e Miller, nel 1997, i quali dedussero che, nonostante essa permettesse di capire se il gestore avesse performato meglio rispetto ad un indice di mercato per unità di rischio assunto, non consentiva di quantificarlo e, per questa ragione, elaborarono l'indicatore M² ratio.

Quest'ultimo utilizzava lo Sharpe Ratio ottenuto dal gestore (non annualizzato) e lo moltiplicava per la volatilità del portafoglio del mercato, aggiungendoci poi il rendimento del titolo privo di rischio e sottraendo il rendimento dell'indice.

$$M^2 = \bar{r}_f + \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p} * \sigma_M - \bar{r}_M$$

Tra M² e SR, vi è una stretta relazione in quanto:

Se M²>0, allora SR_P>SR_M e, viceversa, se M²<0, allora SR_P<SR_M.

Ovviamente, essendo l'indicatore M² ratio solo una rielaborazione del SR, non potrà fornire segnali diversi rispetto a quest'ultimo, ma solo facilitarne l'interpretazione.

Finora, si sono trattate solo le misure aggiustate per la volatilità, ma esistono anche misure che aggiustano il rischio per il beta, come ad esempio il Treynor ratio e l'alpha di Jensen.

Il Treynor ratio, a tal proposito, usa lo stesso principio della formula ideata da William Sharpe e, infatti, aggiusta anch'esso gli excess return del portafoglio per l'unità di rischio, ma lo fa attraverso il beta.

$$TR = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\beta_p}$$

⁹ f rappresenta la frequenza con i quali vengono calcolati i rendimenti rispetto all'anno; ad esempio, se la frequenza fosse mensile, f varrebbe 12 (poiché è il numero di mesi compresi in un anno).

Questa formula, però, ha un limite in quanto produce risultati sensati solo qualora il denominatore sia superiore a 0 e, dunque, con portafogli che hanno un beta negativo essa non può essere usata come mezzo di confronto.

Infine, sempre in relazione al rischio sistematico, si può calcolare l'alpha di Jensen.

Questo indicatore viene costruito in primo luogo attraverso una regressione tra gli excess return periodali del portafoglio e quelli del mercato, con lo scopo di trovarne il beta.

Una volta ottenuto questo parametro si stima, utilizzando il modello del CAPM, quale sarebbe dovuto essere il rendimento per quel rispettivo beta e, la differenza tra la performance teorica e quella reale, coinciderà con l'alpha del portafoglio.

$$\hat{\alpha} = \bar{R}_p - \beta_p \bar{R}_M$$

Quando l'alpha è positivo, allora il manager avrà sovraperformato rispetto al mercato mentre, se fosse negativo, egli avrà avuto una performance peggiore di quella attesa.

Le misure risk adjusted per la volatilità e per il rischio sistematico hanno il medesimo fine ma devono essere utilizzate in modo diverso a seconda del caso.

Infatti, se si deve valutare la performance totale di un portafoglio, ad esempio, bisognerebbe utilizzare le misure aggiustate per la volatilità, in quanto un portafoglio con un Treynor ratio migliore di un altro potrebbe avere uno Sharpe ratio peggiore nel caso in cui non fosse stato diversificato correttamente. Al contrario, se si dovesse valutare solo l'andamento di un asset class di un portafoglio ben diversificato, allora sarà utile utilizzare una misura che tenga conto del beta piuttosto che del rischio complessivo, in quanto quello specifico verrebbe poi mitigato dagli altri comparti del portafoglio (effetto della diversificazione).

11 Performance delle componenti del processo di gestione e selezione titoli

Le analisi delle performance sono state condotte per fare confronti riguardo alle singole componenti esposte nella teoria e capire quale sia il contesto globale attuale, che potrebbe tornare utile in fase di confronto con la realtà ticinese.

Attraverso gli indici MSCI gross return in dollari americani aggiornati al 31 luglio 2019, si sono potute analizzare le performance di: stili, settori e aree geografiche.

Per tutte e tre sono stati esaminati: il dividend yeald%, il P/E e le volatilità, rendimenti e sharpe ratio periodali annualizzati degli ultimi 10 anni, i quali sono antecedenti alla crisi dei Subprime.

In seguito, è stata fatta anche una valutazione tra gestione attiva e passiva per capire quale sia stata nel tempo la migliore.

11.1 Confronto per area geografica dei mercati azionari

Tabella 5: Performance delle principali aree geografiche

	Indice	Div yeald%	P/E	volatilità (δ)	Rendimento	Sharpe ratio
Mercato globale	MSCI ACWI index	2.49%	17.67	13.24%	9.83%	0.73
Mercati sviluppati	MSCI world index	2.44%	18.48	13.06%	10.49%	0.78
Mercati emergenti	MSCI emergings markets index	2.86%	13.25	17.17%	4.92%	0.33
Mercato USA	MSCI USA index	1.92%	21.15	12.64%	14.04%	1.06
Mercato europeo	MSCI Europe index	3.65%	15.80	16.41%	6.35%	0.42
Mercato asiatico	MSCI AC- Asia index	2.55%	13.52	13.23%	6.18%	0.47

Fonte: elaborazione dell'autore

I mercati analizzati hanno mostrato dei risultati molto netti (Vedere allegati da 1 a 6).

Anzi tutto, vi è l'evidenza della ripresa economica degli U.S.A dopo la crisi del 2008, in quanto hanno registrato performance nettamente superiori a qualsiasi altro mercato, battendo quello globale in misura risk adjusted di circa il 45% e fornendo rendimenti annualizzati, negli ultimi 10 anni, del 14.04%.

Per quanto riguarda i mercati sviluppati, essi hanno performato ottimamente con delle volatilità basse, come ci si poteva aspettare vista la loro stabilità, e un rendimento/Sharpe ratio migliore dell'indice globale, il quale se valutato in termini risk adjusted è stato solo il terzo più performante, a causa dell'influenza negativa che i paesi emergenti hanno avuto su di esso.¹⁰

Quest'ultimi, a tal proposito, hanno rispecchiato quanto detto nel capitolo teorico in termini di rischio, poiché si sono mostrati essere investimenti molto volatili (17.17%), mentre sono da indagare le cause dei rendimenti molto bassi che hanno registrato, rendendoli così l'investimento peggiore.

Secondo Morgan Stanley (2019), essi risultano essere nel 2019 molto spesso sottovalutati, in quanto negli ultimi anni non hanno destato interesse tra gli investitori, i quali hanno spostato i loro fondi nei mercati solidi comportando una minor crescita dei mercati in via di sviluppo; ciò, può essere notato anche dall'osservazione dei multipli, nei quali si evince che i P/E dei mercati emergenti sono bassissimi se confrontati con quelli USA in primo luogo, ma anche con quelli dell'MSCI World index.

¹⁰ L'indice ACWI è composto da 23 paesi sviluppati e 26 emergenti.

Secondo la stessa fonte, infatti, solo il 4-6% dei fondi mondiali erano allocati in queste aree geografiche il che, se si componesse il portafoglio in base ai fondamenti economici dei paesi, risulterebbe essere molto basso. Più nel dettaglio, se si prendesse come parametro il contributo dei mercati emergenti al PIL globale, queste ponderazioni dovrebbero essere almeno del 15% mentre, con un approccio di ottimizzazione del portafoglio, essi raggiungerebbero anche il 30% (Morgan Stanley, 2019).

Per quanto concerne il continente europeo e asiatico, hanno entrambi performato molto meno rispetto al mercato globale (rendimenti rispettivamente del 6.35% e 6.18% contro i 9.83% dell'ACWI index) con Sharpe ratio bassi.

Le basse performance e le alte volatilità dell'indice europeo potrebbero essere state alimentate dagli avvenimenti che si sono succeduti negli ultimi anni, come la crisi greca e la Brexit, i quali hanno creato un clima di incertezza intorno alle dinamiche del vecchio continente, scoraggiando gli investitori.

11.2 Confronto per settore dei mercati azionari

Sharpe volatilità P/E Indice Div yeald% Rendimento ratio (δ) Mercato MSCI ACWI index 2.49% 17.67 13.24% 9.83% 0.73 globale Settore MSCI ACWI Agriculture & 2.31% 0.82 22.78 11.31% 9.67% Food chain Index alimentare Settore MSCI ACWI health care 1.99% 1.01 23.16 11.91% 12.70% sanitario Index MSCI ACWI Utilities Settore 3.66% 18.92 11.21% 6.29% 0.54 utilities Index MSCI ACWI Industrials Settore 2.16% 18.37 14.90% 10.64% 0.71 industriale Index MSCI ACWI Information Settore 1.54% 21.87 15.39% 15.73% 0.99 tecnology Index tecnologico Settore MSCI ACWI Financials 16.53% 3.47% 12.16 7.48% 0.48 finanziario Index

Tabella 6: Performance dei settori

Fonte: elaborazione dell'autore

Nella tabella 6 sono stati esposti 6 settori di cui 3 tipicamente ciclici e 3 tipicamente difensivi (Vedere allegati da 7 a 12), oltre che il mercato globale (allegato 1).

Per quanto riguarda la prima categoria, sono stati analizzati il settore industriale, tecnologico e finanziario mentre per la seconda quello alimentare, sanitario e delle utilities.

Dalla tabella 6, si può notare che diversi aspetti teorici sono stati confermati dai dati reali rappresentati, mentre alcuni no.

A questo proposito, si evince che i settori difensivi sono stati meno rischiosi del mercato globale, avendo tutti una volatilità al di sotto del 12%, contro i 13.24% dell'MSCI ACWI index.

A discapito di ciò, 2 dei 3 indici anticiclici analizzati hanno registrato rendimenti inferiori al mercato che, visto l'andamento congiunturale positivo, era prevedibile come descritto dalla teoria.

Anche per quanto concerne gli indici più interessati dall'andamento del mercato, però, 2 dei 3 settori analizzati avrebbero avuto performance minori di quello generico dal punto di vista dei rendimenti, essendo contrari così agli aspetti teorici; in tal senso, il settore finanziario ha registrato i risultati peggiori se guardati in misura risk adjusted, in quanto ha avuto una volatilità molto alta (16.53%) e un rendimento basso (7.48%).

Questi parametri potrebbero essere stati causati sia dallo scetticismo sui sistemi finanziari, posteriori alla crisi dei subprime, sia dalla situazione avversa che essi hanno affrontato a causa dei tassi negativi, i quali ne erodono i margini operativi di diverse attività.

Nonostante ciò, tutti i settori ciclici sono stati più volatili del mercato globale e dunque, guardando esclusivamente tale parametro, sono concordi con quanto esposto nel capitolo 2.

Inoltre, una cosa interessante da notare riguarda il comportamento, in termini di distribuzione dei dividendi, dei settori e di come esso abbia influito sui rendimenti. Infatti, se sia i settori ciclici che difensivi, per quanto riguarda la volatilità hanno rispecchiato la teoria, non si può fare un'analoga constatazione per i rendimenti ottenuti, poiché sembra che esso sia stato maggiormente influenzato dall'orientamento del settore al value o al growth; A questo proposito, osservando la tabella 6, si può notare come vi sia una relazione negativa tra l'aumento della distribuzione dei dividendi e i rendimenti totali ottenuti, il quale è concorde con l'aspetto teorico che verrà ripreso nel paragrafo successivo riguardante le performance minori del value in periodi di forte crescita rispetto al growth.

11.3 Confronto per stile dei mercati azionari

Tabella 7: Performance degli stili d'investimento

	Indice	Div yeald%	P/E	volatilità (δ)	Rendimento	Sharpe ratio
Stile Value	MSCI ACWI value index	3.64%	13.7	13.21%	8.4%	0.63
Mercato globale/ stile Blend	MSCI ACWI index	2.49%	17.67	13.24%	9.83%	0.73
Stile growth	MSCI ACWI growth index	1.4%	24.37	13.65%	11.23%	0.8
Small cap	MSCI ACWI small cap index	2.14%	22.15	14.75%	10.99%	0.74
Mid cap	MSCI ACWI mid cap index	2.17%	19.81	13.98%	10.28%	0.73
Large cap	MSCI ACWI large cap index	2.56%	17.29	13.14%	9.75%	0.73

Fonte: elaborazione dell'autore

Nella tabella 7 vengono mostrati i 6 stili approfonditi precedentemente (vedi allegati da 13 a 17 e 1).

Dal confronto emerge che, negli ultimi 10 anni, lo stile growth ha avuto globalmente una performance aggiustata per il rischio maggiore delle altre e, dunque, sarebbe stato razionalmente il miglior stile da scegliere nell'ultima decade.

Esso, ha registrato delle volatilità e dei rendimenti superiori rispetto allo stile value, con una distribuzione di dividendi molto minore, essendo così coerente con la teoria in quanto, se si mette in relazione la performance con il periodo storico analizzato, si può notare che questi dati sono stati colti in un periodo di forte espansione e crescita dei mercati, le quali sono molto favorevoli per il proliferare dello stile growth, poiché maggiormente ciclico e influenzato dalla congiuntura.

Allo stile value, invece, è capitata la sorte opposta e, infatti, essendo lo stile più "difensivo" ha sfruttato minormente il periodo economico positivo, generando il rendimento e lo Sharpe ratio più basso di tutti mentre, il cluster di titoli più neutrale, ovvero il blend, avrebbe avuto dei buoni risultati che si sarebbero collocati a metà strada tra i due stili orientati al trade of valorecrescita.

È da notare poi, analizzando la volatilità di quest'ultimo stile, che esso avrebbe registrato oscillazioni molto più simili al value che al growth, nonostante sia investito in entrambe le categorie, il che è probabilmente imputabile alla maggiore diversificazione che esso consente.

Passando alle categorie di titoli raggruppati in base alle dimensioni, si può notare che anch'esse sono rappresentative di quanto esposto precedentemente.

Analizzando le performance delle small cap si può notare che sono state le più volatili, registrando in tal senso il maggior rischio pari al 14.75% annuo. Nonostante ciò, esse hanno fornito un rendimento molto buono che ha superato le mid cap dello 0.71% e le large cap dell'1.24%.

Quest'ultime, anche se hanno ottenuto dei rendimenti molto inferiori rispetto alle small cap, hanno compensato tale svantaggio con una volatilità altrettanto inferiore, performando in misura risk adusted in modo molto simile alle altre due (0.83 small cap e 0.82 le mid e large cap).

Le mid cap, poi, hanno avuto un rendimento e una volatilità che si sono posizionate entrambe in mezzo ai due estremi, mostrandosi un buon compromesso e rispecchiando la teoria.

Avendo dunque una visione di insieme di tutti e sei gli stili, si può concludere che i cluster più interessati dalla congiuntura, small cap e growth, hanno ottenuto rendimenti migliori ma, non per forza, sono da considerarsi migliori per qualsiasi categoria d'investitore, in quanto vanno confrontati con i vari profili di rischio, poiché persone molto avverse preferiscono guadagnare meno limitando fortemente la volatilità.

Nonostante nell'ultimo decennio vi siano delle evidenze che mostrano i risultati superiori ottenuti da questi due stili, è interessante capire se tali esiti sono stati rispettati anche prima della recente decade.

Basandosi su degli studi condotti in passato, infatti, è possibile vedere come queste conclusioni non siano rimaste uguali ma, al contrario, hanno mostrato delle evidenze molto diverse.

A questo proposito, in diverse ricerche scientifiche si è potuto notare come, nei decenni precedenti gli anni 2000, lo stile value otteneva performance nettamente superiori rispetto al growth; ad esempio, può essere citato l'articolo pubblicato nel 2004 da Chan e Lakonishok in cui si constatava che negli anni 90' lo stile value era più performante del growth nei mercati americani, il che confermava degli studi ancor più lontani nel tempo di Basu (1977) nei quali si ipotizzava, per tale ragione, che i multipli con ratei bassi, tipici del value, potessero essere predittivi di rendimenti maggiori.

Tra le molteplici ragioni che possano aver provocato questa inversione, i tassi nulli/negativi degli ultimi anni potrebbero aver avuto un grosso peso su questo cambiamento. Infatti, come si può vedere nei modelli di valutazione dell'equity utilizzati per lo stock picking, il valore di un'azione è pari ai suoi cash flow attesi attualizzati per il tasso del CAPM (k) che dipende anche da tale fattore (r_f). Per questo motivo, rendendo i tassi negativi, diminuisce il fattore di attualizzazione, rivalutando gli utili/cash flow più distanziati nel tempo ad un'ammontare maggiore, comportando di conseguenza un aggiustamento in favore dei titoli growth, i quali avranno un fair value più alto poiché producono utili maggiori nelle date più lontane (Herger, 2019).

Per quanto riguarda gli stili orientati alla dimensione, si è invece potuta notare una certa convergenza col passato, in quanto in uno studio condotto nel 1998 (Bauman et al), prendendo in analisi il periodo tra il 1986 e il 1996, in un'area geografica globale, è emerso che le small cap hanno ottenuto dei risultati mediamente più alti rispetto alle large cap.

11.4 Confronto tra gestione attiva e passiva

Nel tempo si è cercato di capire quale delle due gestioni fosse maggiormente proficua per un investitore e, a tal proposito, si sono effettuati degli studi empirici per capirne appunto la convenienza, in diversi periodi storici.

Attraverso una prima ricerca, condotta da Jensen nel 1968, si evinse che i fondi con conduzione attiva, tra il 1945 e il 1964, mediamente sottoperformavano un normale fondo passivo con una politica del buy and hold al netto dei costi.

Successivamente, vennero condotti altri studi inerenti a questo tema, facendo registrare sempre lo stesso esito; infatti, Gruber attraverso un suo studio pubblicato nel 1996 arrivò anch'esso alla conclusione che le gestioni passive battevano mediamente le gestioni attive dello 0.65% per anno tra il 1985 e il 1994, il che venne confermato a posteriori dagli studi di Wermers nel 2000, mediante l'analisi anch'esso di fondi comuni con conduzione attiva, nei quali emerse nuovamente la superiorità della gestione passiva.

Questi risultati, però, sono concordi solo quando si prendono in considerazione le performance al netto delle spese dei fondi, che sono quelle più interessanti per l'investitore; infatti, se invece si considerano i ritorni prima dei costi di transazione, i risultati trovati dagli autori divergono.

A tal proposito, Jensen con la sua ricerca non trovò risultati significativi a favore della gestione attiva, in quanto non c'erano chiare evidenze dalle quali emergeva la possibilità attraverso delle analisi di aumentare i propri rendimenti (concorde con la teoria del mercato efficiente), mentre Wermers si. Infatti, egli dalla sua indagine arrivò alla conclusione che se si consideravano i ritorni sull'azione, tralasciando i costi, il fondo attivo batteva l'indice dell'1.3% mentre, se si consideravano quest'ultimi, esso lo sottoperformava dell'1%.

Il risultato di quest'ultimo si contrappone con la teoria del mercato efficiente, in quanto anche se mostra evidenze che la gestione passiva sia meglio di quella attiva, fa emergere anche che ci sia la possibilità di creare valore attraverso delle analisi.

Infine, un altro risultato interessante, affiorò da un'ulteriore ricerca, condotta nel 1997 da Carhart, il quale costatò che i profitti sono negativamente correlati con il livello di spesa.

Ciò, a primo impatto può sembrare normale, in quanto i costi diminuiscono i profitti ottenuti ma, nella realtà, una maggiore spesa è giustificata solo se consente ad un investitore di incrementare i ricavi in misura tale di aumentarne anche i profitti.

12 Riflessioni sul processo di selezione e gestione dei titoli

La scelta dello stile di investimento, delle aree geografiche e dei settori è un passaggio che mira a scegliere dei benchmark superiori, come spiegato nella parte introduttiva, e le gestioni passive/attive vengono fatte, invece, rispettivamente per replicare o battere tali indici di confronto. Da qui, vi sono molte visioni diverse per quanto riguarda il significato di "battere il mercato"; a tal proposito, infatti, dalla teoria molte volte si riconduce questa espressione alla pura gestione attiva. Per questo motivo, si è sottolineata tale differenza, definendo il mercato non come un indice qualsiasi ma come uno globale. Utilizzando questa definizione si possono notare due cose che molto spesso possono essere confuse, ovvero che la gestione passiva può battere consistentemente il mercato, ma non il benchmark, se si scelgono cluster di titoli "migliori" rispetto ad esso¹¹ e che, inoltre, la gestione attiva di successo da sola potrebbe non bastare se si scelgono settori, aree e stili che sottoperformano il mercato¹² (vedi tabella 1).

In questo senso, le scelte fatte nella SAA non sono soltanto essenziali al fine di ottenere performance superiori, bensì anche per definire il livello di rischio della propria strategia.

A tal proposito, come si è visto dall'analisi delle performance, prendendo come riferimento i mercati azionari si può notare come esistano dei cluster molto più rischiosi di altri, che se non

 $^{^{11}}$ r_p - r_b =0 e r_b - r_m >0

 $^{^{12}}$ $r_p - r_b > 0$, $r_b - r_m < 0$ ma $r_p - r_b + r_b - r_m < 0$

definiti potrebbero essere oggetto di una composizione strategica non rispecchiante il profilo di rischio dell'investitore.

Facendo un esempio, in ottica di mandato, se il gestore attua una SAA conservativa definendola superficialmente (70% obbligazioni e 30% azioni) e investendo la parte azionaria in titoli small cap growth di un settore ciclico sui mercati emergenti (il cluster teoricamente più rischioso), essa non può dirsi, seppur vengono rispettate le ponderazioni, idonea per tale cliente.

Questo esempio, seppur estremizzato, fa capire come nella realtà la SAA se non definita in modo specifico possa risultare ingannevole.

Sempre in riferimento al rischio della SAA, nonostante nella teoria vengano identificati dei cluster in ambito azionario che rappresentino gli estremi dal punto di vista della volatilità, dalla large value cap dei settori difensivi sui mercati solidi fino alle small growth cap di settori ciclici nei mercati emergenti, si possono riscontrare diverse sfumature intermedie che hanno gradi di rischio simili, seppur puntando su leve diverse. Ad esempio, se si crede nel settore tecnologico, ma non si vuole assumere troppa volatilità, si potrebbe pensare di investire in tale reparto attraverso delle large cap/titoli value per arginare i movimenti dei mercati o, viceversa, se si vuole puntare con un grado di rischio simile sul settore delle utilities, lo si potrebbe fare attraverso le small cap/ titoli growth.¹³

Successivamente alla SAA, sono state elencate poi le strategie di gestione e di selezione titoli sia attive (che cercano di battere il benchmark) che passive (che non cercano di battere il benchmark).

Una delle prime incongruenze che molto spesso si incontra consultando la teoria è che, spesso, le singole strategie sono, da sole, accostate alla conduzione attiva o passiva del portafoglio, mentre ciò non è per forza vero. Più nello specifico, per definire se il gestore cerca di battere il benchmark si ha bisogno di due dimensioni, che sono quelle esposte finora a livello teorico, ovvero, le strategie di gestione e quelle di selezione dei titoli.

Per questo motivo, siccome nella teoria consultata non sono state trovate delle raffigurazioni basate sull'intersezione di queste due dimensioni, è stata creata una tabella in questo elaborato, con lo scopo di descriverne le caratteristiche e, nel caso, di utilizzarle per rappresentare poi la visione principale sulla quale si orienta il gestore nel capitolo successivo.

¹³ È lo stesso ragionamento fatto negli stili a più criteri rappresentati alla figura 2, ma espandendo i parametri alle combinazioni tra aree geografiche, settori e stili.

Tabella 8: Combinazioni strategiche di gestione attiva e passiva

	Securities selection	Indicizzazione
Buy and hold	Gestione attiva: Acquisto di fondi attivi e azioni con visione di lungo termine senza interventi sul mercato	Gestione passiva: Portafogli di titoli o ETF che replicano gli indici di riferimento non ribilanciati
Re-balancing	Gestione attiva: Acquisto di fondi attivi e azioni con visione di lungo termine e ribilanciamento del portafoglio	Gestione passiva: Portafogli di titoli o ETF che replicano gli indici di riferimento e ribilanciati
Market timing	Gestione attiva: Acquisto di fondi attivi e azioni con visione di lungo termine e interventi tattici di breve sul mercato	Gestione attiva: Interventi tattici sul mercato attraverso l'acquisto di ETF/titoli che replicano l'indice

Fonte: elaborazione dell'autore

Conoscere queste combinazioni strategiche può aiutare anche a capire diverse cose del gestore, ovvero su come egli intenda creare valore e, a questo proposito, verranno ora descritte le differenti caratteristiche, derivandole dalle singole strategie analizzate in teoria:

Buy and hold e Securities selection: è una strategia che è stata resa famosa da Warren buffet, il quale è considerato da molti il più grande investitore al mondo. Egli, infatti, dopo aver scelto il suo stile di riferimento (il value) decise di investire le sue risorse sull'analisi dei titoli e non su quelle di entrata/uscita sul mercato. Chi utilizza questa combinazione segue anche gli insegnamenti del padre fondatore di tale strategia Benjamin Graham, il quale nel suo celebre libro "the intelligent investor" ne descriveva le caratteristiche benefiche. Egli, in tal senso, pensava che cercare di prevedere il futuro dei mercati nel breve termine fosse impossibile, perché troppo influenzata dall'irrazionalità degli investitori ma, che nel lungo termine, queste variazioni dettate dall'umore dei mercati si sarebbero compensate conducendo il prezzo del titolo al suo fair value. Questa strategia, infatti, permette all'investitore di scegliere i titoli sotto (sopra) valutati per comprarli (venderli) minimizzando i costi di operatività sul mercato ritenuti inutili.

Re-balancing e Securities selection: anche in questo caso, come in quello precedente, si cerca di creare valore aggiunto con una gestione attiva orientata unicamente all'analisi dei titoli e limitando l'operatività sul mercato, in quanto si interviene solo per fare dei ribilanciamenti. Questa strategia non consente di minimizzare i costi ma, grazie ad essi, si può garantire il mantenimento delle ponderazioni dei titoli in portafoglio, che di riflesso permettono di non essere troppo soggetti alle performance delle singole asset class (viene mantenuta l'SAA).

Market timing e Securities selection: si crede di poter creare alpha sia attraverso capacità di selezione titoli che l'analisi dei momenti migliori di entrata e uscita sul mercato. Questa

strategia, anche se potenzialmente permetterebbe di fare più alpha rispetto a tutte le altre, è anche quella più costosa in quanto comporta sia costi di analisi che di transazione.

Market timing e Indicizzazione: non si crede di poter creare valore aggiunto con la selezione e, dunque, si cerca di fare una gestione attiva solo attraverso analisi di tipo tecnico. Siccome si fa indicizzazione, la replica del benchmark è data per certa e, dunque, non si può intervenire sui singoli pesi dei titoli, bensì si deve puntare sul mercato totale aumentandone o diminuendone l'esposizione attraverso leve che ne replichino gli stessi pesi. ¹⁴ Nonostante nella tabella sia stato esposto che l'indicizzazione venga fatta acquistando titoli o ETF, nella realtà, per questioni di comodità operativa, le repliche dei mercati avvengono quasi totalmente utilizzando la seconda forma.

Re-balancing e Indicizzazione: si replicano i benchmark, limitando i costi di analisi e tenendo le ponderazioni tra gli indici costanti nel rispetto della SAA e, così facendo, non ci si espone troppo verso singoli mercati che possano aver sovraperformato e, che dunque, abbiano aumentato le loro ponderazioni nel portafoglio.

Buy and hold e Indicizzazione: è la strategia che, più di tutte, permette di minimizzare i costi; essa consiste nel replicare gli indici senza però attribuire alla SAA dei pesi entro i quali restare.

Queste suddivisioni formano dei primi metodi semplici grazie ai quali può essere gestito un portafoglio, poiché ogni strategia, nel suo complesso, richiede una combinazione di gestione e selezione.

Nonostante ciò, le strategie elencate mostrano un panorama che può essere reso ancora più articolato, in quanto esistono metodologie che utilizzano un mix di quelle che sono state appena presentate.

Facendo un esempio, si può analizzare una delle strategie "complesse" più famose, ovvero la Core Satellite.

Essa consiste nell'utilizzare un mix di gestione passiva e attiva, per ottenere un risultato che non rischi di distaccarsi troppo dal benchmark ma che possa comunque creare alpha (Smith, 2019).

Tale strategia è composta nel seguente modo: una parte preponderante (70%-80%) composta da un ETF di un mercato con il quale tipicamente si applica il benchmark, il "core", e una parte minore (20%-30%) con la quale si punta su una gestione attiva, di vario tipo, che può essere condotta attraverso le combinazioni sopra esposte nelle tabelle, i "satelliti" (Smith, 2019).

¹⁴ Si punta sul beta del portafoglio cercando di aumentarlo nelle fasi rialziste e diminuirlo in quelle ribassiste

Parte II Processo di gestione e selezione titoli dei gestori operanti sui mercati azionari della piazza finanziaria ticinese

Sono stati intervistati 5 gestori, ponendogli delle domande al fine di delinearne il processo oggetto della domanda di ricerca.

Esso può essere suddiviso in base a quale approccio si adopera tra: top down, bottom up o misto.

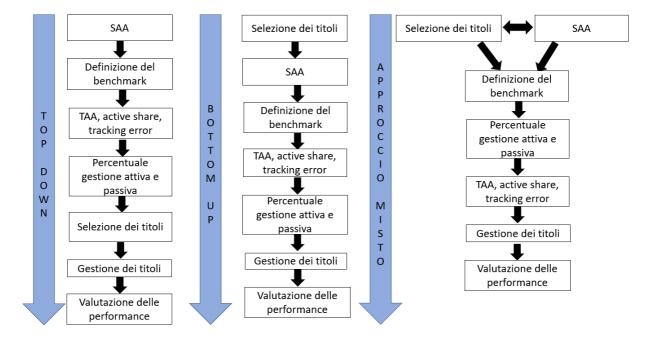


Figura 4: Processi di selezione e gestione dei titoli

Fonte: elaborazione dell'autore

Analizzare come viene composta la SAA, permetterà di identificare dove i gestori investono al fine di scegliere un benchmark superiore e si potrà anche stabilire quale approccio venga utilizzato. Più nel dettaglio, se vengono scelti prima i mercati e la tipologia di aziende emergerà un processo top down, se essa risulterà essere la semplice somma dei singoli titoli sarà bottom up o, ancora, se viene fatta una combinazione dei due verrà delineato l'approccio misto.

Dopodiché, come espresso dalla teoria, si verificherà se e come essi definiscono un indice di confronto con il cliente.

Una volta stabilito ciò, verrà chiesto ai gestori come essi cercano di sovraperformare tale indice, in quanto saranno intervistati solo gestori che investono totalmente o parzialmente in modo attivo. A questo proposito, si indagherà anche su quale sia la percentuale di gestione attiva, rispetto a quella passiva, e se essi stabiliscono dei parametri entro i quali fare tali gestioni, come ad esempio la stipulazione della TAA o la scelta di un tracking error/active share.

Successivamente, verrà chiesto agli intervistati quali metodologie di selezione e gestione dei titoli utilizzano. Da questa combinazione emergerà così la visione principale con la quale essi cercano di produrre alpha (vedere tabella 8), analizzando infine anche come vengono valutate le loro performance di portafoglio.

Il processo identificato permetterà così di evidenziare gli elementi essenziali sui quali si basa la domanda di ricerca.

13 Gestore A

Il gestore A opera per una banca del luganese il cui scopo primario è quello di fare private banking (intervista allegato 18).

Questa banca, come dice l'intervistato, ha clienti mediamente avversi al rischio la cui figura tipo può ricondursi ad una persona benestante che vuole veder accrescere una parte di patrimonio di cui non ha bisogno nell'immediato.

La SAA viene composta a livello globale, ma prevalentemente nei mercati asiatici piuttosto che quelli americani o europei; ciò viene fatto poiché in quest'ultimi non vi sono più, secondo il gestore, molte opportunità d'investimento, poiché il flusso d'informazioni e la forte regolamentazione rendono tali mercati molto difficili da battere.

Per quanto riguarda i settori, il gestore spiega che di fondo non ne prediligono nessuno ma scelgono di volta in volta in base alle opportunità che vi trovano.

Un discorso simile viene fatto anche per gli stili, in quanto non si pensa che essi apportino un grande valore aggiunto al portafoglio dei clienti.

Il criterio primario è riconducibile dunque all'inefficienza dei mercati, al fine di massimizzare le possibilità di fare alpha per il cliente.

L'approccio con il quale viene stabilita la SAA è dunque di tipo top down, in quanto si sceglie d'investire prevalentemente nei mercati asiatici e nei settori inefficienti, selezionando solo successivamente i titoli.

Una volta composta la strategia di lungo termine, la banca non consegna un benchmark con il quale confrontarsi e non fissa parametri per fare la conduzione attiva, il che mostra la volontà di avere un approccio flessibile.

Per quanto concerne la gestione attiva e passiva, il gestore spiega che essi utilizzano solo la prima privandosi della seconda tipologia.

Questa scelta viene fatta nonostante la consapevolezza che la gestione passiva performa mediamente meglio di quella attiva, grazie ai costi ridotti che essa offre; infatti, egli espone che in realtà se non si considerassero quest'ultimi, la percentuale di manager attivi che è in grado di battere il benchmark salirebbe di gran lunga.

Nonostante ciò, essi sono fiduciosi nei propri sistemi di analisi e sono convinti di poter sfruttare le opportunità che offrono i mercati, tenendo sotto controllo le spese.

La selezione delle azioni viene delegata a fondi terzi e, dunque, la scelta del titolo in questo caso consiste solamente nelle quote di fondi; il tutto è declinato sulla fund selection.

La selezione viene fatta ponendo in prima analisi le performance storiche e valutando il gestore del fondo solo in base ai rendimenti in termini assoluti che egli riesce ad ottenere, senza dunque aggiustarli per il rischio assunto.

Per fare la selezione vengono utilizzati in particolare la piattaforma Bloomberg e le banche dati interne che permettono di facilitare il reperimento delle informazioni quantitative.

Una volta selezionati, i fondi vengono tenuti con una strategia buy and hold, in quanto si pensa di poter creare valore soprattutto mediante una scelta accurata di un gestore bravo con un'ottica di medio-lungo termine, piuttosto che capire quando sia meglio liquidarlo o acquistarlo; in tal senso, il gestore della banca dice che non propongono di regola strategie di ribilanciamento ma monitorano le performance del fondo tenendolo fino a quando egli apporta valore al portafoglio.

La gestione attiva combina dunque una selezione dei titoli, fatta attraverso la fund selection, con una gestione di tipo buy and hold, la quale permette di minimizzare i costi di transazione.

Oltre a ciò, le performance del portafoglio della banca, così come accade per la selezione dei fondi in cui investire, vengono valutate in modo assoluto guardando solo il rendimento ottenuto. Questo viene fatto perché, come spiega il manager intervistato, molte volte le misure aggiustate per il rischio non vengono comprese dal cliente, al quale interessa solamente vedere accrescere il proprio patrimonio.

Il processo descritto dal gestore A viene rappresentato nell'allegato 19.

14 Gestore B

Il gestore B è stato intervistato in rappresentanza di una società del mendrisiotto specializzata nella compravendita delle commodities, che attua anche gestione patrimoniale privata (intervista allegato 20).

La società, spiega il gestore, tratta con clienti mediamente avversi al rischio che prediligono una parte inferiore di azioni rispetto alle obbligazioni.

I fondi, di regola, vengono investiti globalmente su più mercati e settori, in quanto è ritenuto di fondamentale importanza massimizzare la diversificazione del portafoglio.

Essi, inoltre, non prediligono nemmeno alcun stile di investimento poiché sono considerati come una limitazione, in quanto pensano che le occasioni possano essere colte ovunque e,

quindi, che trattare solo un cluster ristretto di titoli non permetta la massima flessibilità per operare in modo ottimale.

Il gestore, in tal senso, riferisce che la SAA viene costituita in senso ampio, in quanto definiscono solamente la quantità percentuale di obbligazioni, azioni ecc, decidendo solo in seguito come investire, nonostante la diversificazione sia il criterio primario.

Il processo utilizzato dal gestore è di tipo top down poiché, come egli riferisce, cerca di massimizzare la diversificazione del portafoglio attraverso degli investimenti in varie aree e, solamente quando essa è garantita, attua la selezione dei titoli.

In seguito alla SAA, non viene consegnato alcun benchmark al cliente e non vengono fissati parametri entro i quali scostarsi dalle ponderazioni definite dalla stessa, poiché sono a discrezionalità del gestore; le operazioni che si discostano dalla visione di lungo termine, però, sono fatte tenendo sempre in considerazione il profilo di rischio dell'investitore.

Successivamente, il gestore spiega che essi fanno solo gestione attiva, rinunciando completamente a quella passiva nonostante le evidenze mostrino che quest'ultima sia migliore, in quanto non vogliono privarsi del valore che le analisi accurate possono apportare al portafoglio del cliente.

Inerentemente alla selezione dei titoli, essi trattano solamente fondi attivi rinunciando agli investimenti delle singole azioni.

La selezione viene fatta mediante la combinazione di due analisi: la prima è una valutazione di tipo quantitativo, poiché si guardano caratteristiche oggettive come le performance e le dimensioni del fondo, il quale deve essere grande e in grado di produrre rendimenti in termini assoluti per essere ottimale (vengono dunque tralasciate le misure risk adjusted). La seconda valutazione, invece, è più di carattere qualitativo, in cui si incontra il gestore del fondo, il quale deve assicurare di essere libero da vincoli d'investimento e da influenze esterne, che è anch'esso un parametro considerato di fondamentale importanza.

Tutte le analisi che riguardano la selezione, spiega il gestore, vengono fatte con l'ausilio della piattaforma Bloomberg.

Per gestire i propri titoli in portafoglio, l'intervistato non utilizza la metodologia del market timing, in quanto non vengono fatti scostamenti tattici in base al momento, ma si applica il più possibile una buy and hold unita all'alto grado di diversificazione.

Una volta acquistato il fondo, vengono monitorate le performance e, solo nel caso in cui i rendimenti non siano ritenuti adeguati per più trimestri, si valuta se tenere o liquidare la propria quota.

La strategia attiva finale interseca dunque l'ottica buy and hold con la fund selection, che permette di puntare unicamente sulla selezione diminuendo in modo drastico i costi di transazione. Questa strategia, però, viene fatta attraverso un monitoraggio costante delle

performance dei fondi, per decidere se continuare a investire in essi o liquidare la propria quota.

Anche in questo caso, i risultati ottenuti dalla società vengono valutati in termini di rendimenti assoluti, senza l'utilizzo delle misure risk adjusted, poiché si constata che, nella gran maggioranza dei casi, gli investitori sono interessati a vedere solo di quanto è accresciuto il patrimonio.

Il processo descritto dal gestore B viene rappresentato nell'allegato 21.

15 Gestore C

È stato intervistato un gestore in rappresentanza di una società di gestione patrimoniale, attiva nel luganese (intervista allegato 22).

La società tratta solitamente con clienti avversi al rischio, anche se si sta notando un'evoluzione in quanto constatano che stanno acquisendo negli ultimi tempi diversi nuovi clienti con una propensione al rischio più alta. Ciò, pensano sia dovuto soprattutto al fatto che i mercati negli ultimi 10 anni hanno ottenuto performance altissime e che questo stia generando un sentimento di fiducia generale tra le persone.

La società investe globalmente su più settori in ambito azionario e, per questo motivo, quando si confrontano con un benchmark lo fanno con uno globale, anche se solitamente non ne consegnano uno al cliente. Oltre a ciò, essi non stabiliscono neanche dei parametri entro i quali svolgere il proprio operato, riservandosi la possibilità di sovra/sotto ponderare i pesi delle asset class.

Successivamente il gestore espone, inerentemente alla categoria degli stili d'investimento, che non ne adoperano uno preciso ma utilizzano un mix in quanto vogliono rimanere ben diversificati.

I criteri sui quali si fonda la scelta del mercato sono di origine macroeconomica, poiché si basano su parametri come la stabilità politica, la crescita economica e il rendimento atteso; questo comporta una composizione della SAA, in ambito azionario, fatta attraverso il processo top down.

Nonostante venga fatta solo la gestione attiva, quella passiva risulta essere secondo il gestore molto difficile da battere e, in tal senso, pensa che sia dovuta, oltre che ai costi minori, ad una maggior efficienza dei mercati nel reperire le informazioni.

Inoltre, viene esposta anche una visione più analitica sul perché la gestione passiva stia performando particolarmente bene nell'ultimo periodo, ovvero, egli espone che molti capitali si stanno spostando verso gli ETF e, dunque, gli indici in generale si stanno apprezzando poiché si investe nelle azioni di cui sono formati, assicurando così negli ultimi periodi degli ottimi rendimenti agli investitori che vogliano mimarne le performance. A questo proposito, il

gestore pensa che la gran parte della gente spesso si accontenti di replicare in modo sicuro l'indice piuttosto che assumersi un ulteriore rischio.

Trattando la selezione dei titoli, la società presa in considerazione non investe direttamente in azioni ma solo fondi attivi e ETF.

Per quanto concerne la selezione del fondo attivo, essi scelgono in base ad analisi di tipo quantitativo e, più nel dettaglio, controllano diversi parametri oggettivi come: le performance ottenute aggiustate per la volatilità (Sharpe ratio), i P/E ratio, il maximum drawdawn e la dimensione del fondo. Quest'ultimo parametro viene tenuto in considerazione poiché pensano che comporti ad una maggiore disponibilità economica per investire in analisti/analisi, i quali hanno un effetto benefico sulla qualità.

I titoli attivi vengono solitamente gestiti con un'ottica di medio lungo termine e, in tal senso, viene utilizzata su di essi una strategia buy and hold senza effettuare market timing, ma continuando a monitorare le performance dei fondi in portafoglio. Questa strategia, nonostante rappresenti la visione principale con la quale il gestore prova a creare alpha, non è l'unica adoperata, in quanto essi utilizzano anche il market timing qualora ritengano che un mercato produca performance particolarmente buone comprando un ETF, il che mostra un secondo modo con il quale essi cercano di generare valore per il cliente.

Un fondo attivo però, nonostante sia preso per essere tenuto in portafoglio, può essere cambiato per due motivi: nel caso in cui non mantenga fede alla sua politica d'investimento oppure che non riesca ad ottenere le performance attese.

Per condurre in modo ottimale la selezione e la gestione dei titoli e trovare le informazioni di cui ha bisogno, la società utilizza piattaforme specifiche come Bloomberg, Telekurs e un sistema di portfolio management.

La società dunque vuole creare valore per il cliente attraverso due strategie attive. La prima è riconducibile ad una fund selection combinata con una strategia buy and hold, mentre la seconda viene fatta con l'utilizzo di ETF nel breve termine attraverso la metodologia del market timing.

Infine, in considerazione alle performance ottenute dal portafoglio, la società, a differenza di quanto fa per la selezione del fondo attivo, valuta le proprie performance in termini di rendimenti assoluti.

Il processo descritto dal gestore C viene rappresentato nell'allegato 23.

16 Gestore D

È stato intervistato un gestore incaricato dell'asset class azionaria di una banca del luganese (intervista allegato 24).

Il gestore riferisce che, solitamente, i clienti con cui la banca tratta sono mediamente avversi al rischio e compongono il loro portafoglio in maggior parte di obbligazioni e, in minor parte, di azioni.

Per quanto riguarda la SAA dell'asset class azionaria, essi investono globalmente senza puntare su cluster specifici di titoli e settori determinati, tenendo conto della tipologia di cliente. Nonostante ciò, la maggior parte degli investimenti avviene sul mercato svizzero e quello europeo, puntando solo in parte sui mercati emergenti e in quello americano per motivi di diversificazione.

La SAA, in tal senso, viene scelta in base alle esigenze dei clienti secondo criteri macroeconomici e dunque rispecchia l'approccio top down.

Una volta costituita l'allocazione strategica, viene consegnato al cliente un benchmark di confronto utilizzando come parametro, per quanto concerne gli scostamenti dalla visione di lungo termine, il tracking error e/o la TAA.

Il manager, in seguito, spiega che utilizzano maggiormente la gestione attiva (circa 80%), nonostante sia mediamente meno performante a causa dei costi maggiori.

Ciò viene fatto poiché, grazie ad essa, riescono a creare del valore aggiunto per il cliente in quanto, come riferisce l'intervistato, non tutti i mercati sono efficienti allo stesso modo, ma esistono alcune aree in cui persistono molte più inefficienze, le quali in realtà permetterebbero ai gestori di fare degli alpha positivi più facilmente.

Analizzando le strategie di selezione dei titoli, la banca presa in considerazione tratta: fondi attivi, ETF e singole azioni.

La scelta di investire sia in quote di fondi che in azioni è fatta perché permette di sfruttare le caratteristiche proprie dei due titoli.

Per quanto concerne i fondi, essi possono essere scelti poiché permettono di investire in uno strumento già internamente diversificato e, dunque, meno rischioso dell'azione, la quale invece necessità di un continuo monitoraggio per cogliere in modo tempestivo le informazioni inerenti ad esse.

L'azione però, nonostante sia tendenzialmente più rischiosa, consente all'investitore di puntare su una singola azienda che egli ritenga valida e, dunque, viene scelta quando si crede fermamente nel suo progetto.

Inoltre, per le singole azioni, la banca utilizza prevalentemente criteri di tipo bottom up, ovvero, si guardano i parametri come il ROE, la possibilità di crescita e la politica di dividendo, la quale deve essere il più possibile chiara. Quest'ultimo parametro, secondo il gestore, è persino più importante di una distribuzione del dividendo mediamente più elevata ma più incerta.

Successivamente, per la valutazione delle azioni, non vengono utilizzati modelli d'identificazione in termini assoluti come i dividend discount model e i discount free cash flow poiché, come riconosce il gestore, essi sono troppo soggetti ad errori di stima e che,

cambiando lievemente i parametri, si possano ottenere dei risultati troppo diversi. Più nel dettaglio, per valutarli, sono tenuti maggiormente in considerazione i multipli come il P/E e il P/BV, i quali forniscono delle ottime indicazioni sul costo del titolo.

In riferimento alla fund selection di strumenti attivi, invece, la scelta ricade su parametri oggettivi come le performance in termini assoluti del fondo e la politica d'investimento mentre, per i fondi passivi, vengono utilizzati prevalentemente ETF su mercati molto efficienti, come quello americano, al fine di aumentare la diversificazione del portafoglio, avendo costi bassi da sostenere.

Per svolgere le proprie analisi, poi, la banca si avvale soprattutto di Bloomberg, in quanto grazie ad esso riescono a fare tutte le analisi di cui hanno bisogno.

Una volta selezionati i titoli, essi vengono gestiti prevalentemente attraverso strategie passive, in quanto il market timing viene usato in modo molto marginale. Ciò viene fatto poiché quando comprano un titolo lo fanno con un'ottica di lungo termine, piuttosto che su analisi dei trend di breve.

Inoltre, la strategia di gestione del portafoglio non prevede dei continui ribilanciamenti sui mercati, anche se essi non vengono esclusi qualora, ad esempio, a seguito di controlli che vengono fatti periodicamente ogni 3 mesi, si constati che si è troppo esposti verso una singola area. Nonostante ciò, i ribilanciamenti non sono stabiliti secondo un criterio preciso, in quanto non esiste un parametro oggettivo sul quale farlo, dunque, fondamentalmente la strategia può ancora essere tradotta come una buy and hold e non una re-balancing.

La conduzione attiva, con la quale il gestore mira a creare alpha per il cliente, deriva dunque dall'intersezione di una selezione dei titoli, composta sia da fondi che azioni, e dalla gestione del portafoglio con ottica buy and hold, anche se ci sono dei ribilanciamenti sporadici qualora ci siano aree troppo esposte.

Infine, al momento della valutazione delle performance, quando si confrontano con l'indice non lo fanno con un'ottica di rendimento aggiustato per il rischio, ma guardano solo il rendimento assoluto e, in tal senso, il gestore riferisce che per la banca è meglio fare rendimenti maggiori del benchmark avendo uno Sharpe ratio peggiore piuttosto che il contrario.

Il processo descritto dal gestore D viene rappresentato nell'allegato 25.

17 Gestore E

Il gestore E viene intervistato in rappresentanza di una banca del luganese (intervista allegato 26).

Egli, tratta clienti molto variegati, sia per implicazioni geografiche (persone provenienti da paesi diversi) che per profilo di rischio.

Il gestore riferisce che le asset allocation strategiche vengono fatte tipicamente a livello globale, anche se vengono privilegiati i mercati sviluppati rispetto a quelli emergenti.

Per quanto concerne i settori non ne prediligono nessuno, anche se a seconda delle condizioni esterne si sceglie più uno rispetto che un altro.

Inerentemente agli stili d'investimento, il gestore ne utilizza diversi combinando strategie value, growth e momentum con un'ottica di medio termine.

Successivamente, il gestore spiega che la SAA viene composta attraverso un approccio misto, ovvero valutando sia le possibilità di investimento in termine di singoli titoli che l'attrattività delle aree geografiche su base macroeconomica.

Le conduzioni che vengono scelte dalla banca, in seguito, possono essere sia di origine passiva che attiva ma, molto spesso, esse vengono combinate a seconda delle valutazioni che si fanno sui mercati e alla vocazione del cliente in questione. Queste combinazioni portano ad avere dei portafogli in cui non si corre il rischio di avere performance troppo discostate dai mercati, non precludendosi neanche la possibilità di creare alpha per il cliente.

A tal proposito, il gestore riferisce che, nonostante la gestione passiva sia mediamente migliore di quella attiva, a causa dei costi inferiori, non ha senso offrire solo essa al cliente, in quanto si tratta di prodotti standardizzati che potrebbe lui in prima persona comprare.

Una volta stabilita la SAA, non vengono scelti con il cliente dei benchmark di confronto e neanche parametri inerenti ad esso; nonostante ciò, internamente usano svariati indicatori e indici di confronto per capire se la gestione stia avvenendo nel modo corretto o meno.

La banca del luganese utilizza sia strategie passive di selezione titoli tramite ETF, che attive attraverso fund selection e stock picking.

Per quanto riguarda la selezione delle azioni, vengono utilizzate sia ricerche su base esterna che si fondano in gran parte sui modelli a cash flow attualizzati, che analisi interne dal carattere più qualitativo, in cui si approfondiscono l'analisi dei multipli e i modelli di momentum.

Inerentemente alla fund selection, i criteri sono sia di tipo quantitativo che qualitativo. In primo luogo, vengono fatte le selezioni in base a dati oggettivi (quantitativi) e, in tal senso, essi analizzano il profilo di rischio-rendimento dei gestori, oltre che a parametri più tecnici come la dimensione dei fondi. In seguito, si passa ad un approccio qualitativo, incontrando gli analisti per capire meglio le dinamiche del fondo. I fondi attivi, come dice il gestore, divengono molto importanti nelle loro strategie soprattutto per quanto riguarda i mercati emergenti, dove la loro complessità richiede uno studio e monitoraggio costante che, per tali ragioni, viene spesso affidato a gestori terzi.

Per fare sia la gestione che la selezione dei titoli vengono utilizzate delle piattaforme specifiche come, Bloomberg, Trendrating, Morningstar e applicativi interni che permettono di basare le scelte attraverso sia analisi tecniche che fondamentali.

Una volta selezionati, i titoli vengono gestiti con un'ottica prevalentemente di buy and hold anche se, come spiega l'intervistato, ciò non impedisce di intervenire sul mercato per correggere una decisione che si sia rivelata sbagliata.

Infine, la performance finale del portafoglio viene valutata in due modi: col cliente si ragiona solo in termini assoluti guardando i rendimenti mentre, internamente, ciò viene fatto in modo molto diverso, in quanto vengono tenuti in considerazione degli indici ritenuti validi, calcolando la performance in misura di rendimento risk adjusted.

Il processo descritto dal gestore E viene rappresentato nell'allegato 27.

Parte III Confronto tra teoria e i gestori della piazza ticinese intervistati

Nei capitoli precedenti sono stati esposti gli argomenti teorici e raccolte testimonianze di gestori della piazza finanziaria ticinese, inerentemente al processo di selezione e gestione dei titoli.

In questa terza parte vi sarà un confronto d'insieme nel quale emergeranno le somiglianze e le divergenze tra le due macro-aree precedentemente trattate (quella teorica e quella pratica).

A tal senso, verrà seguito lo schema logico adoperato per la conduzione delle interviste e lo svolgimento della teoria, partendo dall'asset allocation strategica fino a definire come vengano valutati i risultati.

18 Confronto sull'asset allocation strategica

Per quanto concerne la pratica nella quale vengono stabilite le asset class con le relative ponderazioni, essa viene tipicamente condotta ad un grado di dettaglio abbastanza superficiale col cliente, lasciando molta discrezionalità al gestore.

Inoltre, dalle interviste emerge una certa convergenza nelle attribuzioni delle asset class che, infatti, sono risultate mediamente formate da una parte preponderante di titoli obbligazionari e una più piccola di quelli azionari, poiché sono stati individuati dei clienti abbastanza avversi al rischio, anche se alcuni dei professionisti intervistati hanno constatato che vi è stato un aumento della propensione ad investimenti volatili e, che dunque, questo divario stia diminuendo.

Inerentemente alla parte azionaria, essa è tipicamente investita globalmente, seppur vi siano delle differenze in termine di predilezione di alcuni mercati, in quanto vengono utilizzati criteri di scelta diversi. Ciò, indica che comunque i gestori mantengono un'alta diversificazione del portafoglio, in quanto quest'ultimo cresce all'aumentare del raggio geografico d'investimento.

I gestori decidono così di non puntare su settori o stili mirati, anche se come visto nell'analisi delle performance essi possono identificare dei cluster con differenze molto diverse. Ciò, risulta essere dunque una scelta cauta, poiché essi decidono di non discostarsi troppo dai rendimenti del mercato globale, rinunciando di fatto a creare valore aggiunto con degli investimenti molto specifici, ma non incorrendo nel rischio di sbagliare la scelta distruggendo valore per il cliente. Questo può trovarsi concorde con la parte teorica analizzata, in quanto si è visto dall'analisi delle performance degli stili che vi è molta incertezza riguardante a quale cluster sia meglio adoperare e che, in ogni caso, l'investimento globale si è mostrato essere un buon compromesso tra rischio e rendimento. Inoltre, esso è concorde con quanto detto dai gestori in riferimento all'avversione al rischio della clientela. Infatti, nonostante vi sia la chiara evidenza che attraverso determinati cluster si possano fare rendimenti molto maggiori, va

anche notato come essi comportino rischi più alti, che una persona con questo profilo non vuole correre.

La SAA, in seguito, una volta composta dovrebbe sfociare nella definizione di un benchmark di confronto per ogni asset class ma, come si evince nelle interviste, spesso non viene fatto.

In conclusione, la prima leva per battere il mercato globale (r_b-r_m), non viene utilizzata in modo accentuato dai gestori intervistati, determinando alle volte delle sotto/sovra ponderazioni di alcune aree geografiche, settori o stili, ma non investendo in modo troppo mirato limitando cosi rischi e opportunità per il cliente, il che a mio parere risulta essere una scelta coscienziosa, in quanto viene rispettata l'avversione al rischio di cui le persone con cui entrano a contatto mediamente risentono.

19 Confronto sulle modalità di gestione e valutazione del portafoglio

I gestori intervistati utilizzano una parte preponderante di gestione attiva rispetto quella passiva e, a tal proposito, essi riconoscono, in accordo con la teoria, che i mercati non siano né completamente efficienti né completamente inefficienti. Nonostante ciò, essi rilevano che ci sono mercati molto più efficienti di altri, a causa della forte regolamentazione e del flusso veloce di informazioni, collocando per questo motivo i paesi emergenti come i più attrattivi sotto questo punto di vista, anche se come si è visto dall'analisi delle aree geografiche il maggior alpha potrebbe non bastare in quanto tali paesi hanno avuto un rendimento molto più basso rispetto all'indice globale e i mercati sviluppati in generale.

Nel loro modo di conduzione, però, alcuni dei gestori hanno mostrato la volontà di fare alpha anche nei mercati più difficili da battere come quello americano o europeo, anche se queste operazioni richiedano delle abilità molto sviluppate. A tal proposito, è giusto interrogarsi se questa scelta apporti valore aggiunto e se l'alpha ottenuto valga il rischio corso, oppure sia meglio nei mercati più efficienti replicare un indice abbassando il più possibile i costi, come ha fatto il gestore D con il mercato americano, e concentrare la propria gestione su mercati che consentano maggiori opportunità d'inefficienza, come quelli emergenti.

La teoria, per quanto riguarda la gestione attiva, esprime diversi parametri che possono essere usati per contenere tali attività entro un range che non si discosti troppo dalla strategia di lungo termine. Ciò, dai professionisti intervistati non è stato rispettato la maggior parte delle volte, delineando la volontà di mantenere una maggior flessibilità decisionale attribuibile al gestore.

In ambito azionario sono state trattate due tipologie di titoli, ovvero le quote di fondi e le singole azioni. Dalle interviste sono emerse le caratteristiche diverse dei titoli e, a questo proposito, una parte dei gestori utilizzava solo fondi e l'altra un mix dei due. Più nello specifico, si è visto come l'acquisto delle quote di fondi permetta di ottenere già uno strumento diversificato internamente, e che consentiva al gestore di limitare il monitoraggio, in quanto la gestione di pacchetti di azioni viene fatta dai fondi stessi. Questa scelta, a mio parere, risulta essere molto vantaggiosa soprattutto per le piccole società, che non possono disporre di strutture e organici

tali da gestire pacchetti di singole azioni troppo elevate, in quanto richiederebbero delle risorse superiori alla disponibilità che hanno.

Ovviamente, a fronte di ciò vi è lo svantaggio che bisogna pagare dei costi di gestione ai fondi, i quali possono anche essere elevati.

Analizzando successivamente come i titoli vengano selezionati, nella parte II si sono notati diversi aspetti interessanti.

Riguardo alla fund selection, i gestori della piazza finanziaria ticinese hanno rispecchiato in parte o totalmente quanto riferito dalla teoria. Infatti, le fonti consultate riferivano che essa dovesse essere fatta unendo analisi di tipo quantitativo a quelle qualitative mentre, nelle interviste, ciò avveniva a volte in modo parziale, in quanto si tralasciava l'analisi qualitativa puntando prettamente su quella più oggettiva.

Lo stock picking, invece, è stato usato in modo minore ma ha rispecchiato i canoni teorici, poiché condotto a volte attraverso i multipli e altre tramite lo studio dei DFCF.

Successivamente, dalle interviste effettuate è stato interessante vedere come tutti i gestori siano concordi nell'usare come strategia di gestione principale quella buy and hold di lungo termine, al fine di diminuire i costi di transazione. A tal proposito, va aggiunto che dal punto di vista pratico essa non è mai stata usata in modo "puro". Infatti, anche se non si può ancora definire una strategia re-balancing, in ragion del fatto che non sono mai stati fissati dei criteri oggettivi entro i quali effettuare le correzioni, va anche fatto notare come ogni gestore, effettuando un monitoraggio costante, conduceva delle valutazioni che potevano portare alla correzione dei titoli in portafoglio, qualora essi rischiassero di danneggiarlo.

Ulteriormente, va anche menzionato che i gestori, nonostante utilizzassero la strategia "compra e tieni" in modo prevalente, utilizzavano in diversi casi anche strategie di market timing in modo secondario, qualora i mercati dessero segnali chiari di investimento o disinvestimento.

A seguito di queste constatazioni, si può notare come la gestione attiva consenta all'investitore/gestore di fungere da filtro, grazie al quale proteggere il portafoglio da condizioni avverse e, per questo motivo, può essere visto anche in parte come meno rischioso rispetto alla pura gestione passiva la quale, ad esempio, in casi di mercati fortemente ribassisti porta ad una inevitabile distruzione del valore del portafoglio.

Combinando dunque la selezione dei titoli con le strategie di gestione, emerge una conduzione del portafoglio principale uguale per tutti i gestori, fatta mediante una strategia attiva di securities selection e una buy and hold, usando però in alcuni casi anche strategie secondarie.

Le modalità di conduzione dei gestori, inoltre, essendo orientate al contenimento dei costi di transazione, visto la strategia principale utilizzata di buy and hold, rispettano dei famosi studi condotti circa 20 anni fa da Carhart (1997), nei quali si constatava una correlazione negativa tra il livello di spesa, il volume di scambi e i profitti, presupponendo implicitamente che fare continue operazioni di market timing portavano alla distruzione del valore del portafoglio.

Infine, sono stati analizzati i metodi con i quali i gestori valutano il portafoglio, riscontrando qui la maggior parte delle incongruenze tra teoria e pratica.

Su questo punto, infatti, la teoria esprime che una volta decisa l'asset allocation strategica bisogna valutare le proprie performance confrontandosi in modo relativo ad un indice, adoperando per la loro valutazione delle misure di rendimento aggiustate per il rischio. All'atto pratico, invece, ciò non è stato quasi mai rispettato, o solo parzialmente in alcuni casi. Di fatto, tra i gestori intervistati nessuno di essi seguiva alla lettera i canoni teorici e, più nello specifico, essi o non consegnavano al cliente un benchmark di confronto oppure lo davano rapportandosi ad esso solo nella misura dei rendimenti, il che potrebbe creare il problema che il gestore per sovraperformare un indice decida di assumere più rischio, anche se ciò non sembra essere avvenuto in quanto sono stati creati portafogli molto diversificati, senza puntare su settori o stili specifici caratterizzati tipicamente da un beta alto.

Le ragioni tra le differenze di valutazione che sono emerse, hanno spiegato alcuni degli intervistati, risalgono ad un bias dei clienti, i quali non riescono a comprendere gli indicatori come lo Sharpe ratio o il Treynor ratio, valutando solo di quanto la gestione patrimoniale accresca la loro ricchezza.

Ciò, comporta così un adeguamento delle pratiche utilizzate dai gestori per valutare le performance, anche se dal punto di vista teorico non sono corrette.

In sintesi, la seconda leva per battere l'indice generico (r_p-r_b) , risulta essere fatta in modo molto consistente dai gestori intervistati, i quali una volta essersi garantiti una solida base di rendimento, investendo in modo molto simile al mercato globale, provano a batterlo mediante gestioni attive di securities selection che non eccedano di molto i costi.

Conclusioni

L'elaborato ha avuto lo scopo di descrivere e analizzare il processo di gestione e selezione dei titoli in ambito azionario.

Nella prima parte, affrontando il tema dal punto di vista teorico, è stato possibile approfondire tali aspetti, delineando così le caratteristiche degli elementi che compongono il processo.

Inoltre, le tematiche sono state analizzate attraverso lo studio degli indici MSCI e della letteratura, con le quali si è potuto declinare quanto esposto teoricamente nel contesto reale, anche se esteso a livello macro e non focalizzato sulla Svizzera.

Nella seconda parte, sono state raccolte le testimonianze di 5 gestori attivi della piazza finanziaria ticinese, focalizzando così il lavoro su quest'area geografica e, basandosi sulla teoria esposta, è stato delineato per ognuno il processo di selezione e gestione dei titoli in ambito azionario.

Analizzando quanto detto dai professionisti interpellati, si è potuta notare la convergenza di idee e modi di operare dei gestori, nei quali si è visto come, nonostante vi siano diverse vie per creare valore, essi lo fanno mediante strategie molto simili.

A tal proposito, hanno mostrato opinioni convergenti in merito sia alle operazioni che consentano al gestore di scegliere un benchmark superiore, sia per le metodologie di conduzione attiva.

Per quanto riguarda la prima leva, sono stati svolti investimenti molto simili, in quanto i gestori allocavano i propri fondi globalmente, su più settori e cluster d'azienda, divergendo solo per quanto riguarda la sovra-sotto ponderazione di alcuni mercati rispetto ad altri, ma rimanendo comunque molto diversificati senza prendere grosse esposizioni su asset class mirate. Inoltre, si è visto anche come i gestori prediligano mantenere molta flessibilità decisionale in quanto, come si è constatato dalle interviste, molte volte non stabiliscono parametri, e anche benchmark, di confronto.

Successivamente, anche le visioni sulle modalità di selezione e gestione dei titoli si sono mostrate allineate, in quanto tutti i gestori intervistati utilizzano come strategia di gestione attiva principale la combinazione tra securities selection, per creare alpha, e la buy and hold per minimizzare i costi di transazione, apportando però a tale struttura principale delle altre metodologie secondarie.

In seguito, nell'ultima parte sono state poi confrontate le informazioni emerse nei due capitoli precedenti, con lo scopo di capire dove si depositassero le differenze e le somiglianze tra teoria e pratica e, a tal proposito, dalla tesi è emerso come queste due visioni non siano né completamente convergenti né divergenti, mostrando che, comunque, la teoria rimane un solido pilastro per i gestori ticinesi intervistati, i quali però differiscono da essa in base alle esigenze che sopravvengono.

In conclusione, investire nei mercati azionari risulta essere un'attività nella quale non vi è una verità assoluta da seguire che permetta sistematicamente di "battere il mercato" ma, nonostante ciò, dalle interviste fatte ai professionisti della piazza ticinese, sembra che si siano sviluppati dei processi molto simili sui quali puntare, al fine di creare valore per il cliente e, in questo senso, sarebbe interessante capire se tali processi individuati dai gestori, così simili tra loro, riescano a raggiungere tale scopo e se, allargando il campione, tale evidenza venga rispettata anche dal punto di vista quantitativo della ricerca.

Bibliografia

Fonti bibliografiche

Bailey, J. V. (1992). Evaluating Benchmark Quality. *Financial Analysts Journal*, *48*(3), 33–39. https://doi.org/10.2469/faj.v48.n3.33

Basu, S. (1977). INVESTMENT PERFORMANCE OF COMMON STOCKS IN RELATION TO THEIR PRICE-EARNINGS RATIOS: A TEST OF THE EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS. *The Journal of Finance*, *32*(3), 663–682. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb01979.x

Bauman, W. S., Conover, C. M., & Miller, R. E. (1998). Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets. *Financial Analysts Journal*, *54*(2), 75–89. https://doi.org/10.2469/faj.v54.n2.2168

Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, *42*(4), 39–44. https://doi.org/10.2469/faj.v42.n4.39

Byrne, A., & Smudde, F. E. (2010). *CFA level I curriculum*, Portfolio management: Basics of Portfolio Planning and Construction. CFA institute.

Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, *52*(1), 57–82. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x

Cavadini, F. (2018). Corso di Securities Analysis: Modelli di valutazione dell'azione. Manno, SUPSI.

Cavadini, F. (2019), Corso di Investment process & portfolio management. Manno, SUPSI.

Chan, L. K., & Lakonishok, J. (2004). Value and Growth Investing: Review and Update. *Financial Analysts Journal*, 60(1), 71–86. https://doi.org/10.2469/faj.v60.n1.2593

Conroy, R.M & Byrne A. (2010). *CFA level I curriculum*, Portfolio management: an overview. CFA institute.

Courtois, Y., Lai, G.C & Peterson Drake, P. (2007). *CFA level I curriculum*, Corporate finance: Cost of Capital. CFA institute.

Cremers, K. J. M., & Petajisto, A. (2009). How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3329–3365. https://doi.org/10.1093/rfs/hhp057

Cross, F. (1973). The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays. *Financial Analysts Journal*, 29(6), 67–69. https://doi.org/10.2469/faj.v29.n6.67

Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3^a ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Defendi, G. (2017). L'analisi tecnica e i mercati finanziari. Figure grafiche, oscillatori e tecniche operative di base. Milano, Italia: Hoepli.

Fama, E. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.

Fama, E. (1995). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, *51*(1), 75–80. https://doi.org/10.2469/faj.v51.n1.1861

Gruber, M. J. (1996). Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *The Journal of Finance*, *51*(3), 783–810. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02707.x

Haugen, Robert A. and Josef Lakonishok. 1988. The Incredible January Effect. Homewood: Dow Jones-Irwin.

Herger, P. (2019, 3 Luglio). Notenbanken entziehen Buffetts Superstrategie den Boden. *Neue Zürcher Zeitung*.

Jensen, M. C. (1968). THE PERFORMANCE OF MUTUAL FUNDS IN THE PERIOD 1945-1964. *The Journal of Finance*, *23*(2), 389–416. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x

Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, *17*(1), 59–82. https://doi.org/10.1257/089533003321164958

Park, C., & Irwin, S. H. (2007). WHAT DO WE KNOW ABOUT THE PROFITABILITY OF TECHNICAL ANALYSIS? *Journal of Economic Surveys*, 21(4), 786–826. https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2007.00519.x

Rendleman, R. J., Jones, C. P., & Latané, H. A. (1982). Empirical anomalies based on unexpected earnings and the importance of risk adjustments. *Journal of Financial Economics*, 10(3), 269–287. https://doi.org/10.1016/0304-405x(82)90003-4

Schadler, F., & Eakins, S. (2001). A stock selection model using Morningstar's style box. *Financial Services Review*, *10*(1-4), 129–144. https://doi.org/10.1016/s1057-0810(02)00091-4

Schwert, G. W. (2003). Anomalies and market efficiency. *Handbook of the Economics of Finance*, 939–974. https://doi.org/10.1016/s1574-0102(03)01024-0

Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK*. *The Journal of Finance*, *19*(3), 425–442. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x

Syngal, V. (2010). *CFA level I curriculum*, Portfolio management: Portfolio risk and return Part II. CFA institute.

Tschümperlin Moggi, H. (2018). Corso di attività e gestione bancaria: consulenza finanziaria e gestione patrimoniale. Manno, SUPSI.

Wermers, R. (2000). Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. *The Journal of Finance*, *55*(4), 1655–1695. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00263

Fonti elettroniche

Baselli, V. (2009, 14 Maggio). Il valore del growth. Disponibile 23 Agosto, 2019, da http://www.morningstar.it/it/news/77319/il-valore-del-growth.aspx

Berardi, D. (2018, 13 Agosto). Approccio Bottom Up contro Top Down - Finanza Operativa. Disponibile 5 Agosto, 2019, da https://www.finanzaoperativa.com/approccio-bottom-up-contro-top-down/

Borsa Italiana Analisi Fondamentale - Glossario Finanziario - Borsa Italiana. (n.d.). Disponibile 13 Luglio, 2019, da https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/analisi-fondamentale.html

Borsa italiana. (n.d.). Momentum - Glossario Finanziario - Borsa Italiana. Disponibile 23 Agosto, 2019, da https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/momentum.html

Bruschi, S., Manzi D., Montaldo. D., & Naoumov. T. (2019). *Etf & Fund selection*. CFA society Italy. Disponibile da https://cfasi.it/download/20190402152411.pdf

Chen, J. (2019, 1 Luglio). Large Cap (Big Cap). Disponibile 4 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/terms/l/large-cap.asp

Chen, J., & Beers, B. (2019, 6 Maggio). How a Buy-and-Hold Strategy Works. Disponibile 18 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/terms/b/buyandhold.asp

Cussen, M. P. (2019, 25 Giugno). Value or Growth Stocks: Which Are Better? Disponibile 3 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/articles/professionals/072415/value-orgrowth-stocks-which-best.asp

Family Banker. (2018, 12 Giugno). Settori ciclici vs settori difensivi. Disponibile 16 Agosto, 2019, da https://www.familybanker.it/blog/settori-ciclici-difensivi/

Fondi & Sicav. (2018, 3 Aprile). I vantaggi dell'investimento in small cap su scala globale - Fondi e Sicav. Disponibile 15 Luglio, 2019, da https://www.fondiesicav.it/i-vantaggi-dellinvestimento-in-small-cap-su-scala-globale/

Fontinelle, A., & Segal, T. (2019, 3 Agosto). Value Investing: How to Invest Like Warren Buffett. Disponibile 31 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/terms/v/valueinvesting.asp

Ganti, A. (2019, 15 Aprile). Mid-Cap Definition. Disponibile 4 Luglio, 2019, da https://www.investopedia.com/terms/m/midcapstock.asp

Grattieri, D. (2013, 25 Gennaio). Gestione value e growth: quali sono le differenze tra i due stili? Disponibile 5 Luglio, 2019, da https://www.solofinanza.it/25012013/gestione-growth-quali-sono-le-differenze-tra-due-stili/7873

Horton, M. (2019, 15 Luglio). What are common advantages of investing in large cap stocks? Disponibile 6 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/ask/answers/041015/what-are-common-advantages-investing-large-cap-stocks.asp

Menon, C. (2013, 4 Luglio). Market Timing Can Damage Your Financial Health. Disponibile 23 Agosto, 2019, da http://www.morningstar.co.uk/uk/news/109512/market-timing-can-damage-your-financial-health.aspx

Merola, M. M. (2018, 29 Novembre). Strategie per la gestione del portafoglio. Disponibile 23 Luglio, 2019, da https://www.startingfinance.com/approfondimenti/strategie-per-la-gestione-del-portafoglio/

Morgan Stanley, *Prospettive di Mercato: Cosa ci aspetta nel 2019*. Disponibile da https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/investment-insights/ii_2019marketoutlook_booklet_it.pdf

MSCI. (n.d.). Equity fact sheet search - MSCI. Disponibile 25 Agosto, 2019, da https://www.msci.com/equity-fact-sheet-search?p p id=extendedlister WAR extendedlister INSTANCE yWFoRWV7pc2w

Paulucci, M. (2019, 11 Aprile). #ABCFinanza: top-down e bottom-up, definizioni e differenze. Disponibile 5 Luglio, 2019, da https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/abc-finanza-top-down-e-bottom-up-definizioni-e-differenze/

Segal, T., & Ganti, A. (2019, 23 Luglio). Fundamental Analysis. Disponibile 1 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/terms/f/fundamentalanalysis.asp

Smith, L. (2019, 25 Giugno). A Guide to Core-satellite Investing. Disponibile 5 Agosto, 2019, da https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/core-satellite-investing.asp

Sole 24 ore. (2018, 14 Luglio). Paesi emergenti - Ultime notizie su Paesi emergenti - Argomenti del Sole 24 Ore. Disponibile 23 Agosto, 2019, da https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/paesi-emergenti.html

UBS. (n.d.). Ciclici e difensivi. Disponibile 31 Agosto, 2019, da https://www.ubs.com/it/it/asset-management/etf-institutional/investment-themes/cyclical-and-defensive-sectors.html

Allegati

Allegato 1: MSCI ACWI INDEX

MSCI ACWI INDEX (USD)

The MSCI ACWI captures large and mid cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. With 2,844 constituents, the index covers approximately 85% of the global investable equity opportunity set.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 – JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)

400	MSCI ACWI MSCI World MSCI Emerging Markets			m/Myh.	√\r 369.73
300	My monderman	Mr	Jan Jan	ham	V 312.78
200	and the same of th	~WV	Nur		
100 50	and the same of th		122		
Jul	04 Oct 05 Jan 07 Apr 08 Jul 09 Oct 10 Jan 12 Apr 13 Jul 14	Oct 15	Jan 17	Apr 18	Jul 19

Year	MSCI ACWI	MSCI World	Emerging Markets
2018	-8.93	-8.20	-14.24
2017	24.62	23.07	37.75
2016	8.48	8.15	11.60
2015	-1.84	-0.32	-14.60
2014	4.71	5.50	-1.82
2013	23.44	27.37	-2.27
2012	16.80	16.54	18.63
2011	-6.86	-5.02	-18.17
2010	13.21	12.34	19.20
2009	35.41	30.79	79.02
2008	-41.85	-40.33	-53.18
2007	12.18	9.57	39.82
2006	21.53	20.65	32.55
2005	11.37	10.02	34.54

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.84	2.49	17.67	15.21	2.31	
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.90	2.44	18.48	15.77	2.46	
MSCI Emerging Markets	-1.14	-2.48	-1.80	9.50	8.83	2.22	4.92	10.53	2.86	13.25	11.95	1.59	

ANNUALIZED

INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (JUL 31, 2019)

		ANNU	ANNUALIZED STD DEV (%) 2 SHARPE			RPE RATIO 2, 2			MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	0.36	57.46	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI Emerging Markets	7.11	13.69	15.77	17.17	0.57	0.15	0.33	0.41	65.14	2007-10-29-2008-10-27	
	Last 12 mi	onths	2 Based on I	monthly gross	returns dat	3	3 Based o	n ICE LIBOR 1M			

Allegato 2: MSCI WORLD INDEX

MSCI WORLD INDEX (USD)

The MSCI World Index captures large and mid-cap representation across 23 Developed Markets (DM) countries*. With 1,651 constituents, the index covers approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI World	MSCI Emerging Markets	MSCI ACWI
2018	-8.20	-14.24	-8.93
2017	23.07	37.75	24.62
2016	8.15	11.60	8.48
2015	-0.32	-14.60	-1.84
2014	5.50	-1.82	4.71
2013	27.37	-2.27	23.44
2012	16.54	18.63	16.80
2011	-5.02	-18.17	-6.86
2010	12.34	19.20	13.21
2009	30.79	79.02	35.41
2008	-40.33	-53.18	-41.85
2007	9.57	39.82	12.18
2006	20.65	32.55	21.53
2005	10.02	24.54	11 27

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

	FUNDAM	ENTALS	JUL 31,	2019)
re 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
_				

	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.90	2.44	18.48	15.77	2.46	
MSCI Emerging Markets	-1.14	-2.48	-1.80	9.50	8.83	2.22	4.92	10.53	2.86	13.25	11.95	1.59	
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.84	2.49	17.67	15.21	2.31	

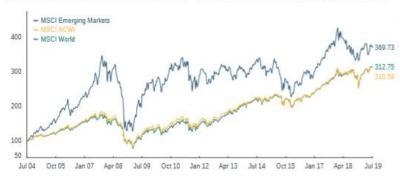
		ANNU	ALIZED STD DE	EV (%) 2		SHARPE	RATIO 2.3		MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	0.36	57.46	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI Emerging Markets	7.11	13.69	15.77	17.17	0.57	0.15	0.33	0.41	65.14	2007-10-29-2008-10-27	
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09	
	1 Last 12 mo	nths	2 Based on n	nonthly ares	returns dat	a	3 Based or	ICE LIBOR 1M			

Allegato 3: MSCI EMERGING MARKET INDEX

MSCI EMERGING MARKETS INDEX (USD)

The MSCI Emerging Markets Index captures large and mid cap representation across 26 Emerging Markets (EM) countries*. With 1,193 constituents, the index covers approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Ye	ar	Emerging Markets	MSCI ACWI	MSCI World
20	118	-14.24	-8.93	-8.20
20	117	37.75	24.62	23.07
20	116	11.60	8.48	8.15
20	115	-14.60	-1.84	-0.32
20	114	-1.82	4.71	5.50
20	113	-2.27	23.44	27.37
20	112	18.63	16.80	16.54
20	111	-18.17	-6.86	-5.02
20	010	19.20	13.21	12.34
20	009	79.02	35.41	30.79
20	800	-53.18	-41.85	-40.33
20	007	39.82	12.18	9.57
20	006	32.55	21.53	20.65
20	005	34.54	11.37	10.02

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

			1 Yr					ANNU	ALIZED					
	1 Mo	3 Ма		YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/8V		
MSCI Emerging Markets	-1.14	-2.48	-1.80	9.50	8.83	2.22	4.92	10.53	2.86	13.25	11.95	1.59		
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.84	2.49	17.67	15.21	2.31		
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.90	2.44	18.48	15.77	2.46		

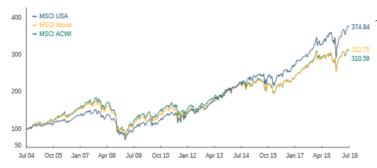
	Turnover	ANNU	ALIZED STD D	EA (49) 5		SHARPE	RATIO 2.3		MAXIMUM DRAWDOWN		
		3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI Emerging Markets	7.11	13.69	15.77	17.17	0.57	0.15	0.33	0.41	65.14	2007-10-29-2008-10-27	
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	0.36	57.46	2007-10-31-2009-03-09	
	1 Last 12 mg	onths	2 Based on r	monthly gross	returns date	Name of Street	3 Based o	N ICE LIBOR 1M			

Allegato 4: MSCI USA INDEX

MSCI USA INDEX (USD)

The MSCI USA Index is designed to measure the performance of the large and mid cap segments of the US market. With 639 constituents, the index covers approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization in the US.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI USA	MSCI World	MSCI ACWI
2018	-4.50	-8.20	-8.93
2017	21.90	23.07	24.62
2016	11.61	8.15	8.48
2015	1.32	-0.32	-1.84
2014	13.36	5.50	4.71
2013	32.61	27.37	23.44
2012	16.13	16.54	16.80
2011	1.99	-5.02	-6.86
2010	15.45	12.34	13.21
2009	27.14	30.79	35.41
2008	-37.14	-40.33	-41.85
2007	6.03	9.57	12.18
2006	15.32	20.65	21.53
2005	5.72	10.02	11.37

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

						MITTER	MEILLED						
	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
MSCI USA	1.54	1.81	8.07	20.62	13.39	11.25	14.04	10.71	1.92	21.15	17.42	3.50	
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.90	2.44	18.48	15.77	2.46	
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.84	2.49	17.67	15.21	2.31	

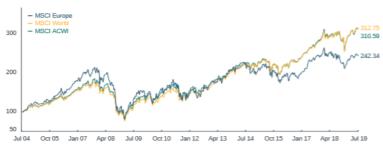
		ANNU	ALIZED STD DE	V (%) 2		SHARPE	RATIO 2,3		MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI USA	2.52	12.13	12.04	12.64	0.97	0.86	1.06	na	54.91	2007-10-09-2009-03-09	
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	na	57.46	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09	
	1 Last 12 ma	othe 2 Based on monthly acres cal			e columns also	columns data 3 Based on ICE LIBOR 1M					

Allegato 5: MSCI EUROPE INDEX

MSCI EUROPE INDEX (USD)

The MSCI Europe Index captures large and mid cap representation across 15 Developed Markets (DM) countries in Europe*. With 442 constituents, the index covers approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization across the European Developed Markets and the first opening of the first opening opening of the first opening opeequity universe.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI Europe	MSCI World	MSCI ACWI
2018	-14.32	-8.20	-8.93
2017	26.24	23.07	24.62
2016	0.22	8.15	8.48
2015	-2.34	-0.32	-1.84
2014	-5.68	5.50	4.71
2013	25.96	27.37	23.44
2012	19.93	16.54	16.80
2011	-10.50	-5.02	-6.86
2010	4.49	12.34	13.21
2009	36.81	30.79	35.41
2008	-46.08	-40.33	-41.85
2007	14.39	9.57	12.18
2006	34.36	20.65	21.53
2005	9.93	10.02	11.37

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

						MINING	PARTERIA							
	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV		
MSCI Europe	-1.92	-0.80	-2.67	14.22	7.60	2.27	6.35	8.16	3.65	15.80	13.55	1.79		
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.90	2.44	18.48	15.77	2.46		
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.84	2.49	17.67	15.21	2.31		

		ANNUALIZED STD DEV (%) 2			SHARPE KATIU 2.3				MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI Europe	1.80	12.31	13.15	16.41	0.53	0.16	0.42	na	62.72	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	na	57.46	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09	
	1 Last 12 mo	nths	2 Based on n	nonthly gross	s returns data		3 Based on	ICE LIBOR 1M			

Allegato 6: MSCI AC ASIA INDEX

MSCI AC ASIA INDEX (USD)

The MSCI AC Asia Index captures large and mid cap representation across 3 Developed Markets countries and 9 Emerging Markets countries in Asia*. With 1,297 constituents, the index covers approximately 85% of the free float-adjusted market capitalization in each

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 – JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI AC Asia	MSCI ACWI
2018	-13.45	-8.93
2017	33.79	24.62
2016	4.27	8.48
2015	-0.36	-1.84
2014	0.84	4.71
2013	13.66	23.44
2012	16.03	16.80
2011	-15.74	-6.86
2010	17.79	13.21
2009	31.98	35.41
2008	-40.17	-41.85
2007	12.29	12.18
2006	14.68	21.53
2005	24.78	11.37

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

						ANNU	ALIZED						
	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
MSCI AC Asia	-0.94	-2.48	-3.31	8.59	7.98	4.40	6.18	2.83	2.55	13.52	12.77	1.39	
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.84	2.49	17.67	15.21	2.31	

		ANNU	ANNUALIZED STD DEV (%) 2			SHARPE RATIO 2.3				MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1987	(%)	Period YYYY-MM-DD		
MSCI AC Asia	4.23	11.96	13.10	13.23	0.57	0.31	0.47	0.06	56.32	2007-11-01-2009-03-09		
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09		
	1 Last 12 mo	nthe	2 Based on n	nonthly ares	e returne data		3 Resert or	ICE LIBOR 1M				

Allegato 7: MSCI ACWI AGRICULTURE & FOOD CHAIN INDEX

MSCI ACWI AGRICULTURE & FOOD CHAIN INDEX

The MSCI ACWI Agriculture & Food Chain Index captures the global opportunity set of listed companies engaged in the production of agricultural products. Constituents are selected from the equity universe of MSCI ACWI, the parent index, which covers mid and large cap securities across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. All index constituents are categorized in one of four sub-industries according to the Global Industry Classification Standard (GICS®): agricultural products, fertilizers & agricultural chemicals, packaged foods & meats, and food distributors.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 – JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)

MSCI ACWI Agri Food Chain 400 300 200 100 Oct 05 Apr 08 Jul 09 Oct 10 Apr 13 Jul 14 Oct 15 Jan 17 Apr 18 Jan 07 Jan 12

MSCI ACWI Agri Food Chain	MSCI ACWI
-8.79	-8.93
14.13	24.62
5.13	8.48
1.51	-1.84
5.25	4.71
14.51	23.44
15.39	16.80
1.02	-6.86
15.63	13.21
33.38	35.41
-29.22	-41.85
32.41	12.18
27.64	21.53
6.42	11.37
	-8.79 14.13 5.13 1.51 5.25 14.51 15.39 1.02 15.63 33.38 -29.22 32.41 27.64

INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

			1 Yr	YTD	ANNUALIZED					
	1 Mo	3 Мо			3 Yr	S Yr	10 Yr	Since Dec 31, 199		
MSCI ACWI Agri Food Chain	1.82	4.91	12.87	20.85	5.98	6.26	9.67	7.88		
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	5.68		

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
2.31	22.78	19.16	3.04	7
2.49	17.67	15.21	2.31	

INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (DEC 31, 1998 - JUL 31, 2019)

				ANNUAL	LIZED STD I	DEV (%) 2		SHARPER	AT10 2,3			MAXIMUM DRAWDOWN
	Beta	Tracking Error (%)	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3.Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1998	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Agri Food Chain	0.58	11.31	3.52	9.70	9.79	11.31	0.49	0.56	0.82	0.49	46.29	2008-06-05-2009-03-09
MSCI ACWI	1.00	0.00	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.30	58.06	2007-10-31-2009-03-09
			Last 12	months	2 Bases	on month!	y gross re	turns data	3 84	sed on ICE	LIBOR 1M	

Allegato 8: MSCI ACWI HEALTH CARE INDEX

MSCI ACWI HEALTH CARE INDEX (USD)

The MSCI ACWI Health Care Index includes large and mid cap securities across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. All securities in the index are classified in the Health Care as per the Global Industry Classification Standard (GICS*).

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%) - MSCI ACWI Health Care - MSCI World 300

Jan 12 Apr 13

,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,			1 (10)
Year	MSCI ACWI Health Care	MSCI ACWI	MSCI World
2018	2.22	-8.93	-8.20
2017	20.74	24.62	23.07
2016	-6.35	8.48	8.15
2015	6.81	-1.84	-0.32
2014	18.73	4.71	5.50
2013	36.54	23.44	27.37
2012	18.58	16.80	16.54
2011	9.59	-6.86	-5.02
2010	3.50	13.21	12.34
2009	20.22	35.41	30.79
2008	-20.98	-41.85	-40.33
2007	4.85	12.18	9.57
2006	10.52	21 53	20.65

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

Oct 10

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
MSCI ACWI Health Care	-1.11	2.77	3.02	8.54	6.71	7.57	12.70	10.79	1.99	23.16	16.37	3.89	
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.49	2.49	17.67	15.21	2.31	
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.68	2.44	18.48	15.77	2.46	

		ANNUALIZED STD DEV (%) 2				SHARPE RATIO 2,3				MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD		
MSCI ACWI Health Care	2.95	12.39	12.42	11.95	0.46	0.57	1.01	0.65	18.97	2015-08-05-2016-02-11		
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.38	58.06	2007-10-31-2009-03-09		
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	0.40	57.46	2007-10-31-2009-03-09		
	1		2				3	ICE LIBOR IN				

Allegato 9: MSCI ACWI UTILITIES INDEX

MSCI ACWI UTILITIES INDEX (USD)

The MSCI ACWI Utilities Index captures large and mid cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. All securities in the index are classified in the Utilities sector as per the Global Industry Classification Standard (GICS®).

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) - MSCI ACWI Utilities

2.23 -8.93 -14.24

ANNUAL PERFORMANCE (%)

2016	6.58	8.48	11.60	
2015	-7.43	-1.84	-14.60	
2014	14.68	4.71	-1.82	
2013	11.60	23.44	-2.27	
2012	3.36	16.80	18.63	
2011	-3.67	-6.86	-18.17	
2010	0.90	13.21	19.20	
2009	10.91	35.41	79.02	
2008	-29.88	-41.85	-53.18	
2007	23.36	12.18	39.82	
2006	37.59	21.53	32.55	

11,37

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

14.95 FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

						MINIMUM	ALIZED					
	1 Mo	3 Мо	1 Yr YTD		3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
MSCI ACWI Utilities	-0.30	2.79	11.87	12.50	7.03	6.05	6.29	6.99	3.66	18.92	15.84	1.77
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.49	2.49	17.67	15.21	2.31
MSCI Emerging Markets	-1.14	-2.48	-1.80	9.50	8.83	2.22	4.92	5.75	2.86	13.25	11.95	1.59

	ANNUALIZED STD DEV (%) 2 SHARPE RATIO 2.3					MAXIMUM DRAWUUWN				
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Utilities	3.48	9.98	10.46	11.21	0.57	0.51	0.54	0.39	47.88	2007-12-07-2009-03-09
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.38	58.06	2007-10-31-2009-03-09
MSCI Emerging Markets	7.11	13.69	15.77	17.17	0.57	0.15	0.33	0.25	65.14	2007-10-29-2008-10-27
	1 t and 12 mm	and the s	2 Daniel on a	monthly seen	and the same	2	3 Banda	- ICC LIDOR TH		

Allegato 10: MSCI ACWI INDUSTRIALS INDEX

MSCI ACWI INDUSTRIALS INDEX (USD)

The MSCI ACWI Industrials Index includes large and mid cap securities across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. All securities in the index are classified in the Industrials sector as per the Global Industry Classification Standard (GICS®).

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%) - MSCI ACWI Industrials 300

Year	MSCI ACWI Industrials	MSCI ACWI	MSCI Emerging Markets
2018	-13.96	-8.93	-14.24
2017	25.90	24.62	37.75
2016	12.55	8.48	11.60
2015	-2.61	-1.84	-14.60
2014	0.71	4.71	-1.82
2013	30.06	23.44	-2.27
2012	16.75	16.80	18.63
2011	-9.76	-6.86	-18.17
2010	24.37	13.21	19.20
2009	29.80	35.41	79.02
2008	-44.64	-41.85	-53.18
2007	19.14	12.18	39.82
2006	20.08	21.53	32.55
2005	12 97	11 37	36 56

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

						ANNU	ALIZED		DI WILLIAM DIE			
	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
MSCI ACWI Industrials	-0.67	-0.31	1.43	18.46	9.90	7.15	10.64	6.85	2.16	18.37	15.42	2.80
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.49	2.49	17.67	15.21	2.31
MSCI Emerging Markets	-1 16	-2 68	-1 80	9.50	8 83	2 22	4.92	5 75	2 84	12.25	11 05	1 50

		ANNUALIZED STD DEV (M)*						MAXIMUM DICKTOOTTS		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Industrials	3.02	13.49	13.23	14.90	0.65	0.51	0.71	0.32	63.30	2007-10-31-2009-03-09
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.38	58.06	2007-10-31-2009-03-09
MSCI Emerging Markets	7.11	13.69	15.77	17.17	0.57	0.15	0.33	0.25	65.14	2007-10-29-2008-10-27
	1 Last 12 mc	onths	2 Rased on a	monthly area	returns data		3 Rased o	n ICE LIBOR 1M		

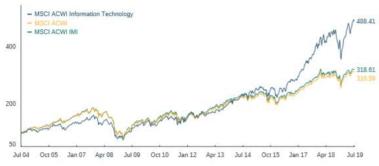
Allegato 11: MSCI ACWI INFORMATION TECHNOLOGY INDEX

MSCI ACWI INFORMATION TECHNOLOGY INDEX

The MSCI ACWI Information Technology Index includes large and mid cap securities across 23 Developed Markets (DM) countries and 26 Emerging Markets (EM) countries*. All securities in the index are classified in the Information Technology as per the Global Industry Classification Standard (GICS®).

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)

MSCI ACWI



Ye	ar	Information Technology	MSCI ACWI	MSCI ACWI IMI
20	018	-5.47	-8.93	-9.61
20	017	42.27	24.62	24.58
20	016	12.71	8.48	8.96
20	015	3.64	-1.84	-1.68
20	014	15.73	4.71	4.36
26	013	27.06	23.44	24.17
20	012	15.79	16.80	17.04
20	011	-4.10	-6.86	-7.43
20	010	11.69	13.21	14.87
20	009	58.68	35.41	37.18
20	800	-44.45	-41.85	-42.01
20	007	13.89	12.18	11.66
20	006	9.87	21.53	21.49
20	005	7.05	11.37	12.06

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

					ANNUALIZED		Cinco Div Vid (N/) B/E					
	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
MSCI ACWI Information Technology	2.83	2.10	11.63	28.83	21.88	16.36	15.73	10.63	1.54	21.87	19.33	4.88
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.49	2.49	17.67	15.21	2.31
MSCI ACWI IMI	0.34	0.52	2.60	16.82	10.50	6.99	9.98	7.45	2.45	18.12	15.41	2.22

	ANNUALIZED STD DEV (%) 2 SHARPE RATIO 2,3							MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Information Technology	24.58	15.07	15.32	15.39	1.29	1.00	0.99	0.43	81.10	2000-03-31—2002-10-09
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.38	58.06	2007-10-31-2009-03-09
MSCI ACWI IMI	2.61	11.25	11.81	13.36	0.80	0.54	0.73	0.37	58.28	2007-10-31-2009-03-09
	1 Last 12 mg	onths	2 Based on r	monthly grass	returns dat	a	3 Based or	ICE LIBOR 1M		

Allegato 12: MSCI ACWI FINANCIALS INDEX

MSCI ACWI FINANCIALS INDEX (USD)

The MSCI ACWI Financials Index captures large and mid cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. All securities in the index are classified in the Financials as per the Global Industry Classification Standard (GICS*).

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI ACWI Financials	MSCI ACWI				
2018	-15.16	-8.93				
2017	24.75	24.62				
2016	13.06	8.48				
2015	-5.11	-1.84				
2014	3.93	4.71				
2013	22.66	23.44				
2012	29.44	16.80				
2011	-18.96	-6.86				
2010	6.90	13.21				
2009	37.38	35.41				
2008	-53.56	-41.85				
2007	-4.79	12.18				
2006	25.42	21.53				
2005	13.05	11.37				

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

						ANNU	ALIZED	
	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994
MSCI ACWI Financials	-0.14	-0.44	-0.51	14.80	11.80	5.41	7.48	5.69
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.49

1994	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
,	3.47	12.16	10.56	1.22	_
,	2.49	17.67	15.21	2.31	

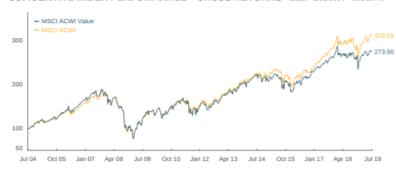
		ANNUALIZED STD DEV (%) 2				SHARPE RATIO 2.3				MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 30, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD		
MSCI ACWI Financials	2.99	13.32	14.26	16.53	0.79	0.37	0.48	0.25	75.62	2007-10-11—2009-03-09		
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.38	58.06	2007-10-31-2009-03-09		
	1 Last 12 mg	inths	² Based on n	nonthly gross	s returns data		3 Based or	ICE LIBOR 1M				

Allegato 13: MSCI ACWI VALUE INDEX

MSCI ACWI VALUE INDEX (USD)

The MSCI ACWI Value Index captures large and mid cap securities exhibiting overall value style characteristics across 23 Developed Markets countries* and 26 Emerging Markets (EM) countries*. The value investment style characteristics for index construction are defined using three variables: book value to price, 12-month forward earnings to price and dividend yield.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI ACWI Value	MSCI ACWI
2018	-10.12	-8.93
2017	19.09	24.62
2016	13.44	8.48
2015	-5.58	-1.84
2014	3.56	4.71
2013	23.26	23.44
2012	16.42	16.80
2011	-6.71	-6.86
2010	10.92	13.21
2009	32.69	35.41
2008	-41.03	-41.85
2007	7.35	12.18
2006	26.43	21.53
2005	11.58	11.37

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

						ANNU	ALIZED	
	1 Mo	3 Мо	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1996
MSCI ACWI Value	-0.41	-0.62	0.91	12.43	8.61	4.68	8.40	6.56
	0.22	0.70	2.52	1/00	10.77	7.0/	0.00	

6	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	_
	3.64	13.70	11.94	1.56	
	2.49	17.67	15.21	2.31	

INDEX RISK AND RETURN CHARACTERISTICS (DEC 31, 1996 - JUL 31, 2019)

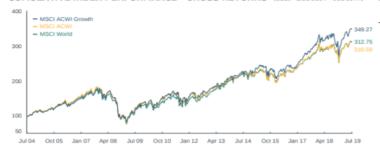
				ANNUAL	IZED STD D	EV (%) 2		SHARPE R	ATIO 2.3			MAXIMUM DRAWDOWN
	Beta	Tracking Error (%)	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1996	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Value	0.98	3.55	18.26	10.66	11.57	13.21	0.68	0.36	0.63	0.33	60.62	2007-10-31—2009-03-09
MSCI ACWI	1.00	0.00			11.76		0.83		0.73	0.35	58.06	2007-10-31—2009-03-09
			1 net 12	months	2 Passed	on monthly		turne data	3 p.	and on ICE	LIBOR 1M	

Allegato 14: MSCI ACWI GROWTH INDEX

MSCI ACWI GROWTH INDEX (USD)

The MSCI ACWI Growth Index captures large and mid cap securities exhibiting overall growth style characteristics across 23 Developed Markets (DM) countries* and 26 Emerging Markets (EM) countries*. The growth investment style characteristics for index construction are defined using five variables: long-term forward EPS growth rate, short-term forward EPS growth rate, current internal growth rate and long-term historical EPS growth trend and long-term historical sales per share growth trend.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	Growth	MSCI ACWI	MSCI World
2018	-7.82	-8.93	-8.20
2017	30.46	24.62	23.07
2016	3.66	8.48	8.15
2015	1.91	-1.84	-0.32
2014	5.82	4.71	5.50
2013	23.62	23.44	27.37
2012	17.17	16.80	16.54
2011	-7.04	-6.86	-5.02
2010	15.49	13.21	12.34
2009	38.10	35.41	30.79
2008	-42.71	-41.85	-40.33
2007	17.06	12.18	9.57
2006	16.74	21.53	20.65
2005	11.16	11.37	10.02

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUND	AMEN	TALS (JUL	31,	2019)

							IALIZED						
	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1996	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV	
MSCI ACWI Growth	1.04	1.96	6.12	21.59	12.87	9.40	11.23	6.73	1.40	24.37	20.54	4.27	
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	6.75	2.49	17.67	15.21	2.31	
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	6.85	2.44	18.48	15.77	2.46	

		ANNU	ALIZED STD DE	V (%) 2		SHARPE	RATIO 2,3			MAXIMUM DRAWDOWN
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 31, 1996	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Growth	17.87	12.28	12.44	13.65	0.92	0.70	0.80	0.34	55.61	2007-10-31-2009-03-09
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.35	58.06	2007-10-31-2009-03-09
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	0.36	57.46	2007-10-31-2009-03-09
	1		2				3			

Allegato 15: MSCI ACWI SMALL CAP INDEX

MSCI ACWI SMALL CAP INDEX (USD)

The MSCI ACWI Small Cap Index captures small cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. With 6,002 constituents, the index covers about 14% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

- MSCI ACWI Small Cap - MSCI World Small Cap

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 – JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI ACWI Small Cap	Emerging Markets Small Cap	MSCI World Small Cap
2018	-14.03	-18.30	-13.48
2017	24.32	34.22	23.19
2016	12.10	2.56	13.25
2015	-0.63	-6.57	0.12
2014	2.20	1.34	2.32
2013	29.18	1.35	32.92
2012	18.63	22.60	18.14
2011	-10.96	-26.96	-8.71
2010	26.71	27.47	26.57
2009	51.30	114.32	44.75
2008	-43.42	-58.10	-41.60
2007	7.20	42.57	1.12
2006	21.38	32.59	17.56
2005	15 01	20.52	14.00

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

MSCI ACWI Small Cap
MSCI Emerging Markets Small

MSCI World Small Cap

ANNUALIZED 1 Yr YTD 3 Yr 5 Yr 10 Yr 0 0 5 inca 0 0 v Yld (%) P/E P/E Fwd P/BV -3.34 15.75 8.69 6.47 10.99 8.92 2.14 22.15 17.05 1.73 -7.31 5.34 3.82 0.40 4.77 9.80 2.74 16.96 11.63 1.31 -2.90 16.96 9.26 7.19 11.75 9.23 2.07 22.93 17.84 1.80

		ANNU	IALIZED STD DI	EV (%) 2		SHARPE	RATIO 2.3			MAXIMUM DRAWDOWN
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since Dec 29, 2000	(%)	Period YYYY-MM-DD
MSCI ACWI Small Cap	9.42	12.60	12.80	14.75	0.60	0.47	0.74	0.38	60.51	2007-07-13-2009-03-09
MSCI Emerging Markets Small Cap	18.78	12.58	14.33	16.74	0.23	0.03	0.32	0.20	68.39	2007-10-31-2008-11-20
MSCI World Small Cap	8.84	13.10	13.14	14.93	0.62	0.52	0.78	0.50	61.08	2007-07-13-2009-03-09
	1 1 mat 12 min	and the	2 Board on a	monthly near	e automore dat		3 Bound o	ALCOUNTED THE		

Allegato 16: MSCI ACWI MID CAP INDEX

MSCI ACWI MID CAP INDEX (USD)

The MSCI ACWI Mid Cap Index captures mid cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries*. With 1,306 constituents, the index covers approximately 15% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)



Year	MSCI ACWI Mid Cap	MSCI ACWI	MSCI World
2018	-12.88	-8.93	-8.20
2017	24.98	24.62	23.07
2016	7.70	8.48	8.15
2015	-1.22	-1.84	-0.32
2014	4.84	4.71	5.50
2013	24.89	23.44	27.37
2012	17.40	16.80	16.54
2011	-9.23	-6.86	-5.02
2010	21.08	13.21	12.34
2009	43.70	35.41	30.79
2008	-45.02	-41.85	-40.33
2007	8.46	12.18	9.57
2006	22.26	21.53	20.65
2005	16.88	11.37	10.02

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since May 31, 1994	Div Yld (%)	P/E	P/E Fwd	P/BV
MSCI ACWI Mid Cap	0.08	0.66	0.46	17.55	8.71	6.29	10.28	7.54	2.17	19.81	16.40	2.16
MSCI ACWI	0.33	0.69	3.52	16.98	10.77	7.06	9.83	7.37	2.49	17.67	15.21	2.31
MSCI World	0.52	1.10	4.21	17.99	11.04	7.66	10.49	7.56	2.44	18.48	15.77	2.46

	Turnover	ANNUALIZED STD DEV (%) 2			SHARPE RATIO 2.3				MAXIMUM DRAWDOWN		
		3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since May 31, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI ACWI Mid Cap	10.11	11.70	12.24	13.98	0.64	0.47	0.73	0.36	60.56	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI ACWI	2.78	11.14	11.76	13.24	0.83	0.55	0.73	0.37	58.06	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI World	2.34	11.15	11.67	13.06	0.86	0.60	0.78	0.39	57.46	2007-10-31-2009-03-09	
	1 Last 12 mg	onths	2 Based on r	monthly gross	s returns data		3 Rasad o	FICE LIBOR IM			

Allegato 17: MSCI ACWI LARGE CAP INDEX

MSCI ACWI LARGE CAP INDEX (USD)

The MSCI ACWI Large Cap Index captures large cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 26 Emerging Markets (EM) countries". With 1,538 constituents, the index covers about 70% of the free float-adjusted market capitalization in each country.

CUMULATIVE INDEX PERFORMANCE - GROSS RETURNS (USD) (JUL 2004 - JUL 2019) ANNUAL PERFORMANCE (%)

- MSCI ACWI Large Cap 400 200 100 Jul 04 Jan 07 Apr 08 Jul 09

Year	MSCI ACWI Large Cap	MSCI World Large Cap	MSCI EM Large Cap
2018	-8.12	-7.21	-14.52
2017	24.55	22.91	38.18
2016	8.66	8.19	12.90
2015	-1.97	-0.38	-14.90
2014	4.69	5.49	-1.73
2013	23.15	27.13	-2.21
2012	16.68	16.46	18.20
2011	-6.39	-4.53	-17.39
2010	11.68	10.64	18.68
2009	33.95	29.44	76.45
2008	-41.22	-39.68	-52.59
2007	12.87	10.44	38.26
2006	21.33	20.49	31.94
2005	10.21	8.79	36.45

INDEX PERFORMANCE — GROSS RETURNS (%) (JUL 31, 2019)

						ANNU	ALIZED	
	1 Mo	3 Mo	1 Yr	YTD	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since May 31, 1994
MSCI ACWI Large Cap	0.38	0.70	4.14	16.87	11.19	7.22	9.75	7.08
MSCI World Large Cap	0.59	1.16	4.97	17.85	11.47	7.83	10.39	7.35
MSCLEM Large Can	-1.15	-2.71	-1.88	9.84	9.33	2.43	5.03	4.86

FUNDAMENTALS (JUL 31, 2019)

94	DIV TIG (78)	P/E	P/E PWG	P/DV	_
	2.56	17.29	14.99	2.34	
	2.51	18.12	15.54	2.50	
	2 97	12.0%	11.07	1.60	

		ANNUALIZED STD DEV (%) 2			SHARPE RATIO 2.3				MAXIMUM DRAWDOWN		
	Turnover (%) 1	3 Yr	5 Yr	10 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	Since May 31, 1994	(%)	Period YYYY-MM-DD	
MSCI ACWI Large Cap	2.58	11.08	11.72	13.14	0.87	0.57	0.73	0.35	57.49	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI World Large Cap	2.16	11.05	11.59	12.94	0.90	0.62	0.78	0.37	56.92	2007-10-31-2009-03-09	
MSCI EM Large Cap	7.11	13.91	15.99	17.25	0.60	0.16	0.33	0.21	64.65	2007-10-29-2008-10-27	
	1 Last 12 mg	nths	2 Based on m	returns data		3 Based or	ICE LIBOR 1M				

Allegato 18: intervista gestore A

Qual è il vostro cliente tipo e come si compone il suo portafoglio?

Il nostro cliente tipo è l'imprenditore benestante che vuole far rendere la parte di patrimonio che non utilizza. Solitamente sono avversi al rischio e gli viene proposto un portafoglio composto da circa 70% obbligazioni e 30% azioni.

In quali paesi e settori predilige investire in ambito azionario?

La gestione attiva è meglio nei mercati meno regolamentati, poiché è difficile produrre degli alpha positivi in mercati molto efficienti come Europa e U.S.A. Per questo, nonostante gli investimenti avvengano su più fronti prediligiamo i mercati asiatici. Per quanto concerne i settori, anche in questo caso investiamo su più settori ma siamo sempre alla ricerca di quelli meno efficienti.

In base a quale criterio li sceglie?

Il criterio di selezione è l'inefficienza.

Quale stile di investimento azionario predilige?

Non prediligiamo nessuno stile di investimento particolare in quanto non pensiamo che ci siano delle differenze rilevanti grazie alle quali ottenere ritorni elevati da questa scelta.

Definite un Benchmark di confronto?

Noi non definiamo un benchmark di confronto con il cliente poiché la clientela non riesce a capire la valutazione relativa, vuole solo vedere accrescere il proprio patrimonio.

Utilizzate parametri entro i quali fare la gestione attiva?

Non utilizziamo parametri entro i quali svolgere le nostre gestioni.

In quale misura utilizza la gestione attiva e in quale quella passiva, e in base a cosa sceglie se fare l'una o l'altra?

Noi utilizziamo solo gestione attiva perché pensiamo che essa apporti un valore aggiunto per il cliente. Noi non trattiamo dunque la gestione passiva.

Quali sono i vantaggi e svantaggi di ogni gestione?

Non è facile superare il benchmark, o meglio ci sono molti bravi gestori che ci riuscirebbero se non si contassero i costi di transazione. In sostanza penso che il pregio della gestione passiva di costare poco sia l'elemento che la rende ad oggi uno strumento molto difficile da superare. La gestione attiva, ovviamente, consente a noi operatori di incrementare i rendimenti per il cliente e nella nostra banca viene utilizzata in modo totale, in quanto siamo convinti che tenendo sotto controllo i costi si possano sfruttare le opportunità che i mercati offrono.

Quale strategia di selezione dei titoli utilizza?

La nostra strategia comprende esclusivamente la selezione di fondi attivi, ed è il modo con cui noi creiamo valore aggiunto al portafoglio del cliente.

Su quali parametri si basa la selezione dei fondi?

Ci basiamo esclusivamente sulla capacità del gestore di produrre rendimenti in termini assoluti.

Vi supportate con programmi o piattaforme specifiche?

Si, utilizziamo Bloomberg e la banca dati interna per organizzare le informazioni.

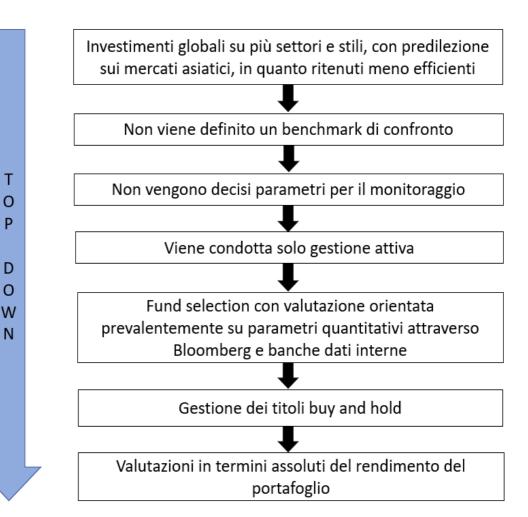
Quale strategia di gestione del portafoglio utilizzate?

Noi preferiamo analizzare come opera un gestore e tenerlo fino a quando pensiamo che possa continuare a fare delle buone performance, dunque non proponiamo strategie di ribilanciamento o entrate e uscite tattiche dal mercato, la nostra strategia può dunque ricondursi ad una tipica buy and hold.

Come valutate le performance?

Come detto prima, noi non utilizziamo un benchmark e dunque non lo valutiamo in modo relativo. Noi non ragioniamo neanche in termini di rendimenti risk adjusted perché il cliente guarda solo di quanto gli è cresciuto il patrimonio.

Allegato 19: Processo di selezione e gestione titoli del gestore A



Allegato 20: intervista gestore B

Qual è il vostro cliente tipo e come si compone il suo portafoglio?

Il nostro cliente tipo è una persona benestante che ha una parte di patrimonio stazionata e che non produce utili. I nostri clienti sono mediamente avversi al rischio.

In quali paesi e settori predilige investire in ambito azionario?

Investiamo globalmente e non prediligiamo un mercato rispetto ad un altro. L'importante per noi è che il nostro portafoglio sia il più possibile diversificato, che è fondamentale per avere buone performance.

In base a quale criterio li sceglie?

Capacità di diversificare il portafoglio e la capacità del gestore di offrire dei rendimenti ottimi in termini assoluti.

Quale stile di investimento azionario predilige e perché?

Non prediligiamo alcuno stile di investimento perché per noi è una limitazione, in quanto pensiamo che avere un binario da seguire, la maggior parte delle volte, non permetta di sfruttare delle opportunità.

Definite col cliente una SAA specifica o superficiale?

Col cliente stipuliamo solo la parte di obbligazioni e azioni che si vuole tenere in portafoglio.

Definite un benchmark di confronto?

Non consegniamo un benchmark al cliente.

Utilizzate parametri entro i quali fare la gestione attiva?

Non fissiamo i parametri entro i quali scostarsi, a noi rimane la discrezionalità nello scegliere come orientare l'investimento in base al momento, sempre tenendo d'occhio il profilo di rischio dell'investitore.

In quale misura utilizza la gestione attiva e in quale quella passiva, e in base a cosa sceglie se fare l'una o l'altra?

Noi trattiamo solo fondi attivi e dunque, in tal senso, facciamo solo gestione attiva.

Quali sono i vantaggi e svantaggi di ogni gestione?

La gestione passiva ha un vantaggio in termini di costi che è sempre più predominante, poiché i mercati sono saturi e, seppur si riesce a fare delle performance migliori con una gestione attiva, le commissioni di quest'ultima erodono questi rendimenti. La gestione attiva però ti permette di fare performance superiori se fatta con analisi solide.

Quale strategia di selezione dei titoli usa?

Noi facciamo analisi approfondite sui fondi prima di acquistarne una quota, tenendolo in portafoglio fin quando si ottengono buone performance.

Su quali parametri si basa la selezione dei fondi?

La scelta si basa su due parametri; inizialmente selezioniamo i fondi in base a criteri oggettivi come la grandezza e i rendimenti in termini assoluti che essi ottengono. Successivamente, parliamo col gestore per capire quanto egli sia libero da vincoli di investimento e non sia soggetto ad influenze esterne, poiché il fondo su cui si punta deve poter investire in ciò che creda produca valore.

Vi supportate con programmi o piattaforme specifiche?

Utilizziamo Bloomberg, che al giorno d'oggi è indispensabile per fare questo lavoro e che permette di ottenere molte informazioni importanti, su cui basare le proprie analisi quando si ricerca un fondo in cui investire.

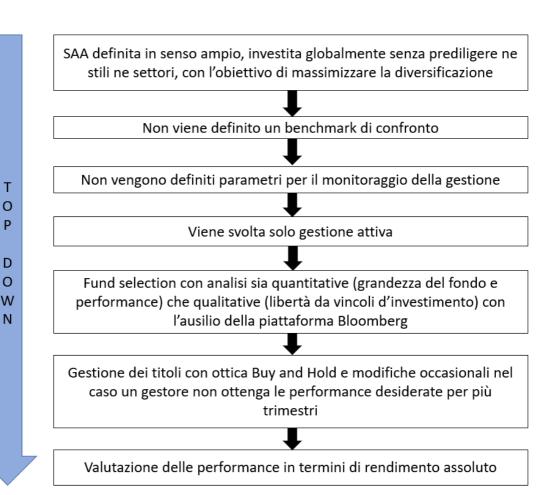
Quale strategia di gestione del portafoglio utilizzate?

Di regola il fondo che viene scelto lo si tiene fino a quando fa buone performance. Solo quando esso non riesce più ad ottenere i risultati che avevamo ipotizzato per più trimestri lo si liquida sostituendolo. La nostra filosofia dunque può essere tradotta come una buy and hold.

Come valutate le performance?

Non utilizziamo le performance risk adjusted perché al cliente importa solo il rendimento finale. Dunque, noi ci basiamo solo su quest'ultimo parametro.

Allegato 21: Processo di selezione e gestione titoli del gestore B



Allegato 22: Intervista gestore C

Qual è il vostro cliente tipo e come si compone il suo portafoglio?

Il cliente tipo è un cliente abbastanza avverso al rischio che vuole un rendimento in termini assoluti. Nonostante ciò, sto notando che questa cosa sta cambiando, in quanto vedo che la propensione al rischio sta aumentando negli ultimi tempi. In parte questo è dovuto all'acquisizione di nuova clientela con differente tolleranza al rischio, poiché dopo oltre 10 anni di mercati in salita alcuni clienti si sentono più fiduciosi nei confronti del mercato azionario.

In quali paesi e settori predilige investire?

Investiamo in molte aree: Stati uniti, Europa, Asia, paesi emergenti e in più settori. Quando vogliamo confrontarci con un benchmark ne scegliamo uno globale. Noi possiamo decidere di sovra/sotto ponderare determinati mercati, anche se al momento preferiamo non prendere posizioni molto sbilanciate a causa del clima di incertezza degli ultimi periodi.

In base a quale criterio li sceglie?

Solitamente in base alle prospettive di rendimento atteso. Oltre a ciò, i criteri sono soprattutto macroeconomici, ovvero investiamo dove pensiamo ci sia stabilità politica e crescita economica.

Quale stile di investimento predilige e perché?

Non ne abbiamo uno preciso, investiamo in un mix che comprenda tutti gli stili in quanto vogliamo rimanere ben diversificati. Al momento penso però che la tecnologia stia subendo una forte accelerazione e che dunque i titoli growth tecnologici siano ad oggi i più interessanti. Per quanto riguarda i titoli value, penso che sia più difficile trovare grandi opportunità e ho notato anche che gli investitori hanno cambiato le loro preferenze, poiché prima si prediligevano i titoli convenienti in termini di prezzo, invece ora si preferisce pagare di più ma assicurarsi titoli di qualità.

Definite un benchmark di confronto?

Noi non diamo solitamente al cliente un benchmark con il quale confrontarci, ma solo se ci viene chiesto espressamente.

Definite dei parametri entro i quali fare la gestione attiva?

Dall'incontro con l'investitore stabiliamo il profilo rischio-rendimento da seguire e facciamo quello che riteniamo giusto per raggiungere quegli obiettivi.

In quale misura utilizza la gestione attiva e in quale quella passiva, e in base a cosa sceglie se fare l'una o l'altra?

Noi investiamo prevalente in fondi con gestione attiva ma trattiamo anche ETF. Solitamente scegliamo un fondo attivo quando abbiamo su di esso una visione di lungo periodo, mentre

prediligiamo un ETF per scopi tattici, quando pensiamo che un indice performi particolarmente bene, ma lo facciamo con un'ottica di breve periodo.

Quali sono i vantaggi e svantaggi di ogni gestione?

La gestione passiva sta performando molto meglio rispetto quella attiva; è un trend che si è consolidato negli ultimi 10 anni. Le cause possono essere sicuramente la maggior efficienza dei mercati, dovuta alla maggior facilità di reperire le informazioni, e i costi di gestione più bassi. Inoltre, molti capitali si stanno spostando sugli ETF, causando l'apprezzamento dei titoli degli indici; un gestore attivo potrebbe avere sotto ponderato quei titoli in portafoglio e aver performato meno rispetto al benchmark. La scelta delle persone di scegliere una gestione passiva rispetto ad una attiva penso possa essere ricondotta al fatto che ci si accontenta del rendimento che l'indice offre, e anche perché batterlo non è facile.

Quale strategia di selezione dei titoli usa?

Selezioniamo i fondi in base ai nostri parametri e cerchiamo dei gestori che pensiamo possano performare bene, tenendoli fino a quando lo fanno. Inoltre, noi guardiamo molto anche il comportamento del gestore, ovvero, che mantenga fede alla sua politica di investimento. Solo nel caso in cui il gestore non ottenga le performance desiderate o non si comporti come previsto lo cambiamo.

Su quali parametri si basa la selezione dei fondi?

Ci basiamo soprattutto sulle performance del gestore ma non le valutiamo in termini assoluti, piuttosto le relazioniamo in base al rischio assunto (si guarda sia la volatilità che il maximum drawdown). In ultima analisi si guarda anche la grandezza del fondo, solitamente investiamo in fondi di una certa grandezza in quanto pensiamo possano investire di più in analisti/analisi e dare dunque maggiore qualità.

Per quanto riguarda gli indicatori a volte analizziamo anche i P/E ratio.

Vi supportate con programmi o piattaforme specifiche?

Utilizziamo Bloomberg, Telekurs e un sistema di portfolio management.

Quale strategia di gestione del portafoglio utilizzate?

La nostra strategia principale può essere definita come una buy and hold con monitoraggio costante.

Come valutate le performance?

Quando dobbiamo scegliere un fondo lo valutiamo con una visione di rendimento aggiustato per il rischio, come ad esempio lo sharpe ratio. Per quanto riguarda le performance che otteniamo noi invece ragioniamo più in termini assoluti.

0

D

W

Allegato 23: Processo di selezione e gestione titoli del gestore C



Allegato 24: intervista gestore D

Qual è il vostro cliente tipo e come si compone il suo portafoglio?

Il nostro cliente tipo investe prevalentemente in strategie conservative e dunque ha una esposizione maggiore verso l'obbligazionario e una parte minore nell'azionario.

In quali paesi e settori predilige investire?

Dipende dalle richieste del cliente, ma tipicamente investiamo nel mercato svizzero ed europeo. Investiamo in modo più marginale anche nel mercato americano e in quelli emergenti, ma lo facciamo più per motivi di diversificazione. Per quanto concerne i settori non abbiamo predilezioni particolari.

In base a quale criterio li sceglie?

Li valutiamo secondo i fondamentali macroeconomici e il potenziale di diversificazione.

Quale stile di investimento predilige e perché?

Non abbiamo uno stile di base, investiamo nelle imprese che rispettano al meglio i criteri di selezione, che sono per noi più importanti.

Definite un benchmark di confronto?

Si, definiamo un benchmark di confronto con il cliente.

Definite dei parametri col cliente entro i quali fare la gestione attiva?

Dipende da cliente a cliente, ma tipicamente stipuliamo una TAA o un tracking error.

In quale misura utilizza la gestione attiva e in quale quella passiva, e in base a cosa sceglie se fare l'una o l'altra?

Facciamo circa 80% attiva e 20% passiva. Investiamo in fondi attivi, ETF e in singole azioni.

Quali sono i vantaggi e svantaggi di ogni gestione?

I costi minori della gestione passiva sono un grande vantaggio. Quanto è avvantaggiante dipende poi dal mercato in cui si opera; ad esempio, nel mercato americano la differenza tra i costi della gestione attiva e passiva è difficilmente recuperabile poiché tutti i prezzi incorporano, o quasi, il valore del titolo, mentre nei mercati meno efficienti, come quelli emergenti, questa differenza è più facilmente colmabile. I vantaggi dell'attiva sono invece riconducibili alla possibilità di creare valore aggiunto per il cliente.

Quali strategie di selezione titoli utilizza?

Per quanto riguarda la gestione attiva facciamo sia fund selection che stock picking, mentre per quella passiva agiamo tramite ETF e lo facciamo prevalentemente sui mercati molto efficienti come quello americano.

Su quali parametri si basa la selezione dei fondi?

La selezione viene fatta attraverso lo studio di parametri come i rendimenti ottenuti e la politica di investimento.

Su quali parametri si basa la selezione delle azioni?

Ci basiamo prevalentemente sui metodi di valutazione relativa, i principali che usiamo sono i P/E e i P/BV ratio. Non usiamo i modelli con cash flow attualizzati perché, tendenzialmente, possiamo far uscire i risultati che vogliamo, poiché ci sono troppe stime da fare. I criteri sono dunque prevalentemente fondamentali, ovvero, guardiamo quanto è indebitata l'azienda, il suo ROE, le possibilità di crescita e la politica di dividendo, che per noi è più importante che sia chiara piuttosto che elevata. Per quanto riguarda invece i fondi, guardiamo le performance del gestore.

Perché investire in azioni piuttosto che in fondi?

Poiché se selezionati nel modo giusto possono creare maggiore valore aggiunto, ma rischiano anche di avere l'effetto opposto poiché sono molto più rischiosi dei fondi, i quali sono già diversificati. Investire in singole azioni, però, ha lo svantaggio che bisogna seguirli di più rispetto ai fondi poiché è importante cogliere in modo più tempestivo tutte le informazioni.

Vi supportate con programmi o piattaforme specifiche?

Facciamo quasi tutto con Bloomberg che è molto utile per condurre le analisi di cui abbiamo bisogno.

Quale strategia di gestione del portafoglio utilizzate?

La nostra strategia può essere tradotta come una buy and hold, anche se ogni 3 mesi facciamo dei controlli e se ci sono delle esposizioni molto sbilanciate (quindi non sempre) su determinati mercati, facciamo operazioni di ribilanciamento. Il market timing viene usato in modo molto marginale, poiché sia le azioni che i fondi vengono presi per tenerli in portafoglio con un'ottica di lungo termine.

Come valutate le performance?

Le performance vengono guardate in modo relativo ma non in termini risk adjusted. Preferiamo avere una performance assoluta migliore rispetto al benchmark e uno SR peggiore piuttosto che il contrario, perché è questo ciò che chiedono i clienti (un rendimento maggiore del benchmark).

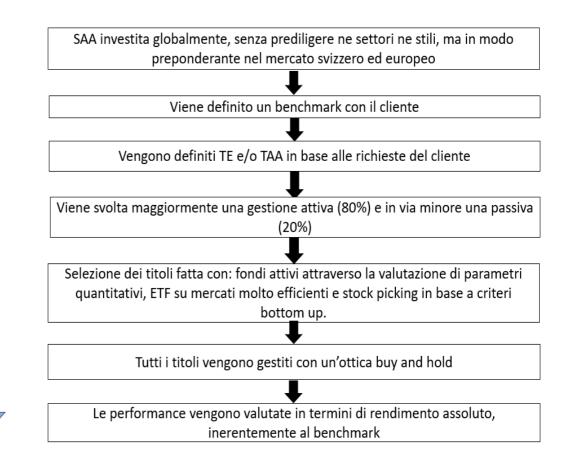
Τ 0 Ρ

D 0

W

Ν

Allegato 25: Processo di selezione e gestione titoli del gestore D



Allegato 26: intervista gestore E

Qual è il vostro cliente tipo?

La tipologia dei nostri clienti pur essendo variegata è segmentata per posizione geografica e propensione al rischio. Derivano pertanto diversi profili che rispondono a esigenze specifiche.

In quali aree geografiche e settori predilige investire?

Il nostro universo investibile è globale, sebbene abbiamo la componente ascrivibile ai mercati sviluppati è maggiore. Gli investimenti sui mercati emergenti rispondono a logiche di opportunità concrete qualora osserviamo un potenziale maggiore rispetto ai mercati sviluppati. Certamente quando investiamo in mercati così diversi e più complessi anche dal punto di vista regolamentare, ci affidiamo a gestori terzi, la cui professionalità sul campo e la loro presenza sui mercati emergenti, ci assicura un miglior controllo dei rischi e una maggior propensione a ricercare reali opportunità per i nostri clienti.

In base a quale criterio li sceglie?

Il nostro processo d'investimento parte da un approccio top-down in grado di individuare nello specifico le aree geografiche, i settori e la più congrua allocazione tra le varie asset class per poi combinarsi con uno bottom-up, volto a selezionare i titoli e i fondi che rispondono alle nostre view- macro. La combinazione dei due porta alla costruzione finale del portafoglio

Quale stile di investimento prediligete?

La combinazione di strategie value, momentum e growth risponde pienamente alla nostra visione top-down dei mercati. Il budget di rischio viene pertanto allocato tra le tre principali strategie di investimento con orizzonte di medio termine. Inoltre, investimenti tematici e/o legati alla ricerca di dividendi contribuiscono alla costruzione del portafoglio.

Definite un Benchmark di confronto?

Pur non avendo dei benchmark ufficiali che comunichiamo al cliente, monitoriamo l'andamento delle nostre gestioni in relazione al comportamento dei principali indici di borsa. Abbiamo così un riscontro preciso delle nostre scelte di investimento rispetto alle principali assset class di riferimento.

Utilizzate parametri con il cliente entro i quali fare la gestione attiva?

Non vengono definiti parametri con il cliente, anche se ne utilizziamo diversi internamente al fine di monitorare il nostro operato.

In quale misura utilizzate la gestione attiva e in quale quella passiva, e in base a cosa sceglie se fare l'una o l'altra?

Non è semplice definire una percentuale precisa a tal proposito, in quanto alcuni mandati hanno una vocazione più propriamente attiva, mentre altri si rispondono ad un approccio

passivo nei confronti del mercato. Solitamente, vi avviene una combinazione delle due tipologie di gestione che spesso ci assicura di replicare l'andamento dei mercati e offrire al tempo stesso un'adeguata diversificazione con l'obiettivo di estrapolare dell'alpha, creando in ultima istanza del valore aggiunto per il cliente.

Quali sono i vantaggi e svantaggi di ogni gestione?

Evidentemente i costi minori e la certezza di poter mimare l'andamento dei sottostanti, fa della gestione passiva una strategia considerata da molti vantaggiosa non solo per le migliori performance mediamente ottenute nei confronti di un approccio più attivo. Noi crediamo comunque che in alcuni momenti del ciclo economico cosi come in alcune situazioni più volatili dei mercati finanziari, una gestione attiva possa esprimere il suo valore. A fronte di costi certamente più elevati, una strategia attiva offre la possibilità di inserire nei nostri mandati un potenziale elemento di diversificazione e in grado di "leggere" le vicende finanziarie in ottica dinamica. Il cliente ha pertanto l'opportunità di accedere ad un tipo di gestione dove il valore umano e l'attenzione ai dettagli può arrecare vantaggi non perseguibili con una gestione totalmente passiva, la quale se fatta in modo totale potrebbe essere comodamente replicata senza l'ausilio di un intermediario.

Quali strategie di selezione titoli utilizzate?

La selezione dei titoli avviene sia mediante fondi che azioni.

Come avviene la selezione delle azioni?

La metodologia per la selezione dei titoli risponde ad una logica ibrida, poiché alla ricerca fornita da attori finanziari esterni, affianchiamo la nostra analisi interna. La modellistica che ci viene fornita dai diversi analisti (in larga parte fondata sul DFCF) viene poi integrata con una nostra analisi più qualitativa, attraverso un approccio orientato all'analisi dei multipli e all'applicazione di modelli di momentum.

Su quali parametri si basa la selezione dei fondi?

L'approccio di selezione fondi segue un percorso rigoroso che si basa su elementi qualiquantitativi. Un primo screening che analizza il profilo rischio/rendimento e osserva diversi parametri tecnici (es: dimensioni dei fondi), rappresenta la base della nostra due-diligence. Segue evidentemente una seconda fase più strettamente qualitativa che è volta alla conoscenza diretta del gestore, degli analisti e della casa di investimenti che selezioneremo. Infine, una volta selezionato il fondo seguiamo attraverso un'attività di monitoraggio continuo l'andamento del fondo, valutandone il comportamento anche in chiave relativa.

Vi supportate con programmi o piattaforme specifiche?

Oltre alla piattaforma di Bloomberg, Trendrating, Morningstar abbiamo sviluppato degli applicativi interni che sfruttano modelli proprietari e personalizzati nel corso del tempo. Possiamo così contare su analisi fondamentale e tecnica che ci supporta nella selezione delle idee di investimento.

Quale strategia di gestione del portafoglio utilizzate?

Un obiettivo della nostra gestione resta la minimizzazione dei costi, soprattutto in un environment caratterizzato da rendimenti negativi. Pertanto, cerchiamo di implementare una strategia di portafoglio "buy and hold" riduce do al minimo gli aggiustamenti di portafoglio. Tale logica, però, non ci impedisce di intervenire sul mercato per apportare eventuali accorgimenti al portafoglio qualora si rendessero necessari.

Come valutate le performance?

Valutiamo le performance in senso assoluto con il cliente e in chiave relativa internamente. Consideriamo inoltre il rischio assunto come importante elemento di valutazione al fine di ponderare i singoli risultati con il livello di volatilità.

Allegato 27: Processo di selezione e gestione titoli del gestore E

