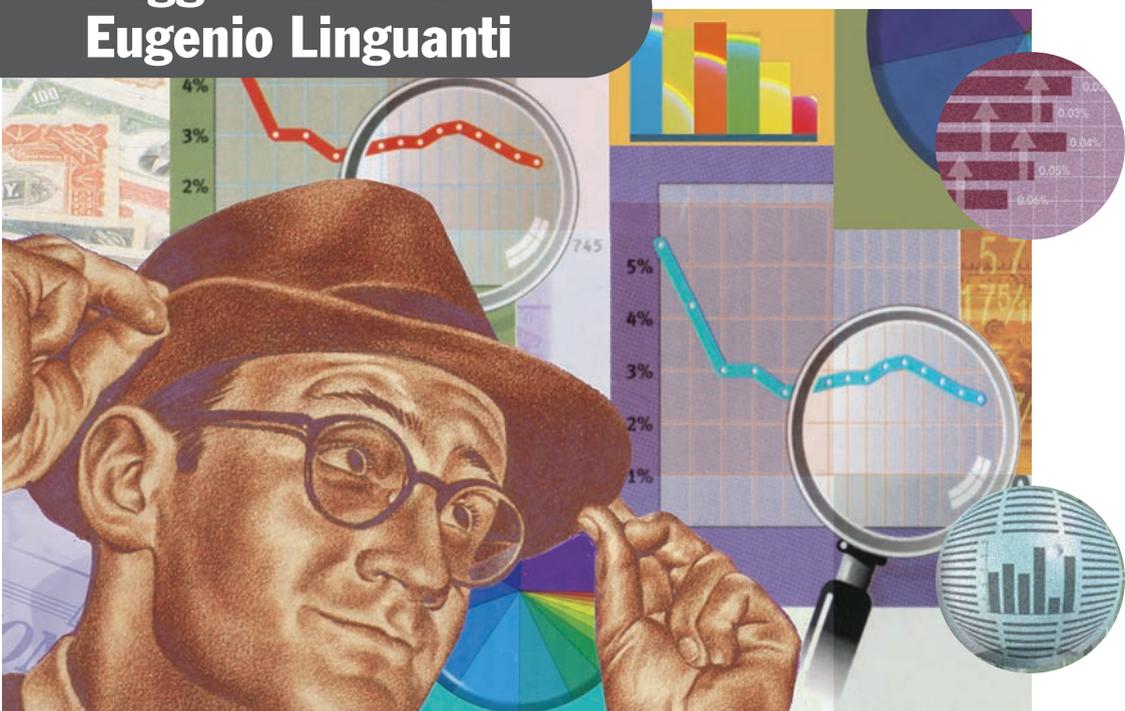


# Analisi finanziaria e gestione di portafoglio

Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi

**Ruggero Bertelli**  
**Eugenio Linguanti**



**FRANCOANGELI**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



## **Am** - La prima collana di management in Italia

Testi advanced, approfonditi e originali, sulle esperienze più innovative in tutte le aree della consulenza manageriale, organizzativa, strategica, di marketing, di comunicazione, per la pubblica amministrazione, il non profit...



**Ruggero Bertelli**  
**Eugenio Linguanti**

# Analisi finanziaria e gestione di portafoglio

Valutazione del rischio, tecniche di asset  
allocation, relative e absolute return,  
strumenti di analisi

Prefazione di Paolo Magnani

The logo for FrancoAngeli, featuring a stylized 'A' and 'm' in a grey, rounded font. The 'A' is composed of a triangle and a square, and the 'm' is a simple, rounded letter. The letters are set against a grey background that is part of a larger graphic element.

**FRANCOANGELI**

*Analisi finanziaria e gestione di portafoglio*, scritto nel 2005 da Eugenio Linguanti, viene ora riproposto in una nuova edizione che si avvale del contributo di Ruggero Bertelli e che si caratterizza, oltre che per i necessari aggiornamenti, per alcuni importanti approfondimenti sul processo di asset allocation e sulle tecniche “absolute return”.

Ruggero Bertelli ed Eugenio Linguanti da anni condividono studi, interesse e passione per la qualità dei processi produttivi e distributivi dei servizi di asset management. Questa esperienza comune è il motivo ispiratore di eXponential srl – Crescere nell’intermediazione finanziaria ed assicurativa – società specializzata nella formazione professionale e nella consulenza per intermediari finanziari, di cui sono rispettivamente Responsabile Scientifico e Vice Presidente.

In questa edizione del volume la responsabilità dei capitoli 3, 4 è da attribuire a Ruggero Bertelli; quella dei capitoli 1, 2, 5, 6 è da attribuire ad Eugenio Linguanti.

Gli autori ringraziano Anna Armento, Presidente di eXponential srl, per il supporto critico fornito al lavoro e per l’aver messo a disposizione dati e software di elaborazione. Alessandro Bianchin e Massimo Lumiera per il contributo offerto nella preparazione del testo.

Naturalmente la responsabilità per eventuali inesattezze ed errori è attribuibile soltanto agli autori.

2ª edizione. Copyright © 2005, 2008 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L’opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d’autore. L’Utente nel momento in cui effettua il download dell’opera accetta tutte le condizioni della licenza d’uso dell’opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# Indice

<b>Prefazione</b>	pag.	9
<b>1. Analisi del rischio</b>	»	11
1. Introduzione	»	11
2. Binomio rischio-rendimento	»	12
3. Misure analitiche di rischio	»	14
3.1. Rischio specifico e rischio generico	»	14
3.2. Alfa e Beta secondo il Capm	»	16
3.3. <i>Rating</i> e rischio di controparte	»	17
3.4. <i>Duration</i> e rischio di interesse	»	22
3.5. Rischio di liquidità	»	24
3.6. Rischio valutario	»	25
4. Misure sintetiche di rischio	»	27
4.1. Deviazione standard (o volatilità)	»	27
4.2. <i>Value-at-Risk</i> : un'introduzione	»	28
4.3. Parametri utilizzati per il calcolo del VaR	»	31
4.4. Simulazione storica e montecarlo	»	33
4.5. VaR analitico (parametrico)	»	34
<b>2. Il processo di <i>asset allocation</i>: aspetti teorici e applicativi</b>	»	37
1. Introduzione	»	37
1.1. Presupposti teorici dell' <i>asset allocation</i> : la teoria di portafoglio	»	37
1.2. Teoria del Capm	»	39
1.3. Principi di <i>asset allocation</i>	»	42
1.4. <i>Asset allocation</i> e <i>financial planning</i>	»	45

2.	Stili di gestione	pag. 48
2.1.	<i>Trade-off</i> tra <i>indexing</i> e costi di gestione	» 51
2.2.	<i>Market timing &amp; security selection</i>	» 52
2.3.	Gestione “ <i>value</i> ” e “ <i>growth</i> ”	» 55
2.4.	Approccio <i>top-down</i> e <i>bottom-up</i>	» 56
2.5.	<i>Buy &amp; hold, constant mix, constant proportion</i>	» 57
2.6.	Confronto tra strategie passive	» 63
3.	Indicatori di efficienza gestionale	» 65
3.1.	Indice di Sharpe	» 66
3.2.	Indice di Treynor	» 68
3.3.	<i>Tracking error</i> e <i>information ratio</i>	» 68
3.4.	Indice RAP di Modigliani	» 70
3.5.	Indice di Sortino	» 71
3.6.	Alpha di Jensen	» 72
<b>3.</b>	<b>La costruzione di un portafoglio finanziario: un approfondimento</b>	» 73
1.	Introduzione	» 73
2.	<i>Asset allocation</i> strategica, tattica e operativa	» 73
3.	Le determinanti delle performance e la razionalità dell’ <i>asset allocation</i> strategica	» 74
4.	Obiettivi, vincoli e <i>benchmark</i> di un investimento finanziario	» 79
4.1.	Orizzonte temporale di investimento e distribuzione dei rendimenti	» 81
5.	I coni di volatilità: la genesi	» 87
5.1.	Il percorso logaritmico di accumulazione	» 89
5.2.	Applicazioni dei coni di volatilità	» 91
5.3.	La costruzione del vincolo di <i>shortfall</i>	» 96
5.4.	L’ottimizzazione di portafoglio in diversi orizzonti temporali	» 99
6.	<i>Asset allocation</i> tattica: approccio Black-Litterman	» 102
<b>4.</b>	<b>La generazione di rendimenti indipendenti dal mercato: <i>Absolute return</i> vs <i>Relative return</i></b>	» 106
1.	Introduzione	» 106

2. Definizione di <i>Absolute return</i>	pag. 106
3. Le strategie degli <i>hedge funds</i>	» 107
4. <i>Relative return</i> , <i>Absolute return</i> e <i>Total return</i>	» 110
5. “ <i>The asset management barbell</i> ” e gli investimenti alternativi	» 111
6. <i>Relative return</i> vs <i>Absolute return</i> : un confronto basato sull’analisi delle performance	» 113
6.1. Il confronto delle performance	» 113
6.2. La performance corretta per il rischio totale	» 115
6.3. La performance corretta per il rischio negativo	» 116
6.4. La performance corretta per il rischio di mercato	» 117
7. Rendimento assoluto o rendimento relativo? Dipende dal rischio e dall’obiettivo	» 120
<b>5. Analisi fondamentale e selezione dei titoli</b>	» 123
1. Introduzione	» 123
2. Previsioni economiche e <i>Random Walk Theory</i>	» 125
3. Analisi fondamentale e studio dell’economia	» 126
3.1. Valutazione del quadro macro-economico	» 127
3.2. Relazione tra tassi e investimenti	» 129
3.3. Obiettivi di politica economica	» 130
3.4. Scenario macro e <i>leading indicators</i>	» 133
3.5. Ciclo economico e previsioni congiunturali	» 135
4. Analisi di scenario e decisioni di <i>asset allocation</i>	» 137
4.1. Ciclo economico e tassi di interesse	» 140
4.2. Ciclo economico e indici di borsa	» 142
5. <i>Security selection</i> e stima del “ <i>fair value</i> ”	» 144
5.1. Informativa societaria: un quadro di riferimento	» 145
5.2. Riclassificazione di bilancio	» 148
6. Valore d’impresa: una premessa	» 152
6.1. Stima del costo del capitale	» 153
6.2. Metodo finanziario	» 156
6.3. Metodo reddituale	» 160
6.4. Metodo patrimoniale	» 161
6.5. Metodo dei multipli	» 162

7. Indicatori di convenienza relativa	pag. 167
8. Considerazioni di sintesi	» 168
<b>6. Analisi tecnica e scelta del <i>timing</i></b>	» 169
1. Introduzione	» 169
2. Definizione di analisi tecnica	» 169
2.1. Teoria di Dow	» 172
2.2. Analisi del <i>trend</i>	» 176
2.3. Costruzione dei grafici	» 181
3. Modelli grafici di inversione e continuazione	» 184
3.1. Modelli d'inversione: approfondimenti	» 184
3.2. Modelli di continuazione: approfondimenti	» 189
3.3. Configurazioni a triangolo	» 192
3.4. Valore informativo del GAP	» 193
4. Analisi algoritmica	» 195
4.1. Indicatori e oscillatori	» 195
4.2. Momentum e RoC	» 196
4.3. Medie mobili e MACD	» 198
4.4. RSI e Stocastico	» 205
4.5. Forza relativa comparativa	» 209
5. Teoria di Elliott	» 210
5.1. Lineamenti generali e regole applicative	» 211
5.2. Le onde d'impulso e di correzione	» 213
5.3. <i>Ratio analysis</i> e rapporti di Fibonacci	» 215
6. Conclusioni	» 216
<b>Bibliografia</b>	» 217

## Prefazione

Nel mondo del private banking e dell'asset management stiamo assistendo a una rivoluzione straordinaria che influenzerà sensibilmente il modo di lavoro di tutte le persone che operano quotidianamente in questo business.

Ogni cambiamento forte è preceduto da un periodo di crisi altrettanto profonda; è quello che sta succedendo nel mondo del Private banking e del risparmio gestito in Italia. Molti operatori si stupiscono di questo quando in realtà si tratta semplicemente di un fenomeno che prima o poi avviene in tutti i settori dell'industria moderna.

Tutto ciò per due fattori chiave: maggiore competitività e diffusione capillare dell'informazione che portano a una "selezione naturale e feroce" dei competitors e degli operatori sul mercato.

Credo che a essere effettivamente in bilico non sia tanto il concetto di risparmio gestito come forma tecnica di gestione della ricchezza finanziaria che rimane la migliore possibile e che in altri Paesi più avanzati sta vivendo un periodo di crescita straordinaria, quanto gli operatori che non saranno in grado di sostenere la sfida del cambiamento.

In questo contesto la figura del Private banker e la sua evoluzione professionale conseguente rimane l'elemento distintivo che determinerà il successo delle private bank nel futuro. Per questo motivo ho accettato con molto piacere di fare un'introduzione a questo volume che ritengo indispensabile per affrontare la sfida professionale alle porte.

Quali sono le cause che hanno scatenato questa rivoluzione? Innanzi tutto è cambiato il modo in cui viene interpretato il lavoro dell'asset manager: al gestore tradizionale tipicamente esperto in stock picking si sta affiancando una nuova professionalità che è quella del "manager picking", il cui ruolo è appunto quello di utilizzare l'open architecture come opportunità di selezione dei migliori talenti sul pianeta (selection) per costruire portafogli efficienti e coerenti con i bisogni e il profilo di rischio del cliente (allocation).

In secondo luogo è sempre più importante il concetto di "indipendenza"

che molti operatori del settore dei servizi finanziari tendono, tuttavia, a travisare, considerando le SGR “della casa” come antagoniste e in conflitto di interessi con l’offerta prodotti di terzi (soprattutto gestori internazionali), quando in realtà è proprio la stessa SGR “della casa” il principale catalizzatore dell’open architecture in quanto collettore professionale delle competenze e dei prodotti di terzi verso le reti distributive secondo una giusta logica di “governo disciplinato”.

Terzo punto: l’evoluzione del mercato e dei regolamenti di riferimento. Pensiamo solo alle nuove logiche di gestione total return e absolute return sconosciute sino a pochi anni fa. La normativa UCITS III permette ai gestori di muoversi nell’ambito dell’allocazione dei singoli strumenti all’interno del portafoglio con una dinamica di governo più articolata e complessa rispetto al recente passato.

È poi importante considerare che la domanda di servizi di investimento (cioè il cliente) si è evoluta in modo incredibile primariamente come reazione a un’aspettativa più sofisticata, più esigente in termini di value proposition e più attenta a logiche di pianificazione finanziaria. L’investitore ha oggi bisogni che le vecchie gamme prodotti organizzate tipicamente per asset class non possono più soddisfare; occorre mettersi nella prospettiva del cliente e sostituire ai prodotti le soluzioni ai suoi bisogni incentrati sempre di più verso una logica di gestione del budget di rischio (VaR) piuttosto che di semplice performance.

E qui si inserisce l’ultimo ma probabilmente più importate tassello dello sviluppo di questo business: il Private banker. Per riuscire a essere competitivo ed efficace in un contesto di mercato come quello sopra citato e per far evolve-re la propria figura professionale e le competenze verso un modello che lo portano a essere un leader di relazione tecnica e non un consulente/venditore di prodotti, è necessario incentrare il lavoro sulla formazione, lo sviluppo delle competenze e la conoscenza dei regolamenti/mercati di riferimento.

In questo volume il Private banker trova molte risposte a questi quesiti, anzi inizia a ragionare e sviluppare una logica di approccio vicina al gestore della relazione del terzo millennio.

La strada da percorrere, soprattutto nel sistema bancario italiano, è ancora molta, ma ritengo che la profondità di indagine e l’innovazione che troverete all’interno del volume sarà sicuramente un buon viatico per lo sviluppo delle vostre competenze professionali.

*Paolo Magnani*

Responsabile del Private banking del Gruppo CREDEM  
Presidente Commissione Risorse Umane di AIPB

# 1. Analisi del rischio

## 1. Introduzione

Negli ultimi anni l'incedere del processo di globalizzazione, il progresso tecnologico, l'evoluzione della normativa, il crescente livello di innovazione dei prodotti finanziari hanno reso particolarmente difficoltose le decisioni d'investimento.

Negli anni Settanta-Ottanta, tutto era più semplice: il mercato mobiliare presentava dimensioni modeste, c'erano pochi prodotti da collocare e non c'erano molte regole da rispettare. Il consulente finanziario in banca, come un artista, poteva inventarsi di tutto, coniugando sicurezza e reddito attraverso soluzioni di investimento elementari.

Il recente processo di trasformazione dei mercati finanziari ha ampliato le opportunità di investimento, incrementato il livello di competitività tra gli intermediari, definito nuove regole sull'attività di collocamento e gestione; tutto questo ha reso lo scenario più complesso e articolato.

Attualmente banche e intermediari finanziari non offrono soltanto un prodotto finanziario o assicurativo alla propria clientela, ma devono garantire anche un servizio di investimento coerente con le esigenze del cliente. Nella gestione del risparmio per gli investitori privati, in particolare, il consulente finanziario deve essere in grado di trovare soluzioni ben equilibrate tra protezione e potenzialità di rendimento, tra disponibilità a breve e redditività a medio-lungo termine; occorre saper interpretare il mercato, seguirne l'evoluzione, creare aspettative realistiche alla propria clientela in un'ottica di assistenza e consulenza continua.

In tale ambito si potrebbe pensare che il tempo dedicato alla teoria dei mercati finanziari sia sprecato. In realtà, una buona teoria aiuta a capire ciò che succede e a porre le domande giuste nel momento in cui le cose cambiano. Una volta acquisita, la teoria diventa un semplice "senso comune". Infatti, la Modern Portfolio Theory (MPT) di Markowitz, Nobel per l'eco-

nomia nel 1990, formalizza le idee e le intuizioni che hanno guidato l'operato degli investitori professionali per più di un secolo.

Astraendo dai rigorosi principi statistici della MPT e delle sue evoluzioni, i concetti essenziali della medesima risiedono "unicamente" nella spiegazione del trade-off tra rischio e rendimento, nell'evidenza che il rischio sistematico sia il solo remunerato dal mercato e nell'importanza della diversificazione di portafoglio.

Se pur apparentemente semplici, tali concetti sono fondamentali in un mercato in continua trasformazione. Infatti, gli analisti finanziari imparano con l'esperienza a risolvere i problemi che si presentano giornalmente, ma solo i migliori sono in grado di rispondere con razionalità ai cambiamenti più significativi in un'ottica di lungo termine. Questi ultimi riescono in tale difficile compito perché utilizzano qualcosa di più che alcune regole a lume di naso; essi conoscono il comportamento teorico del mercato e i suoi punti deboli.

La teoria finanziaria suggerisce che nel lungo periodo la strategia migliore è di tipo passivo, una politica di investimento di "pura" replica del portafoglio di mercato. Ma allora perché la maggior parte degli investitori professionali dedica tempo e denaro al processo attivo di asset allocation? Questa prima parte del testo cerca di rispondere al quesito.

L'attenzione è focalizzata sull'analisi del binomio rischio-rendimento di un titolo e di un portafoglio.

I rendimenti positivi sono ovviamente benvenuti. Guadagnare un rendimento positivo è lo scopo di ogni investitore: i risparmiatori posticipano i consumi e assumono rischi per avere maggiori opportunità di consumo in futuro. Ma proprio di una possibilità si tratta.

## **2. Binomio rischio-rendimento**

Partiamo da un concetto semplice ma spesso ignorato. Perché l'investitore si aspetta un ritorno da una qualunque attività finanziaria nella quale decide di investire il suo denaro? Perché si priva della disponibilità del suo denaro per un certo periodo durante il quale non può spenderlo.

Quindi la remunerazione dell'investimento va a compensare l'investitore della sua rinuncia a consumare.

Questo ci porta a concludere che quanto più a lungo l'investitore si priva della disponibilità del suo denaro tanto più alta sarà la remunerazione che gli verrà riconosciuta. Ecco perché le attività finanziarie a più lunga scadenza rendono di più di quelle a scadenza più breve. Semplice vero? Ma

non è tutto. Se oltre a ciò l'investitore rischia di non poter rientrare in possesso del suo denaro o di poter rientrare in possesso solo di una parte di esso ecco che il premio atteso per la sua rinuncia sarà ancora maggiore. Questo è il motivo per cui i titoli di emittenti meno affidabili hanno rendimenti maggiori rispetto a quelli emessi da organismi ritenuti più solidi.

La maggioranza delle insoddisfazioni legate agli investimenti finanziari deriva dalla mancata comprensione dei rischi finanziari. Quando gli operatori dei mercati finanziari parlano di rischio spesso si riferiscono a qualcosa di molto preciso che i comuni risparmiatori non conoscono.

Genericamente, potremmo dire che il rischio, in finanza, esprime la probabilità di ottenere un rendimento diverso da quello atteso. In parole povere, se investo 100€ in un investimento rischioso puntando a un rendimento, per esempio, del 7%, il rischio è che realizzando questo investimento possa avere un rendimento inferiore o perfino negativo.

Questo evento sfavorevole può verificarsi per svariate ragioni, ciascuna delle quali identifica una tipologia di rischio.

Immaginate due trapezisti che camminino su un filo. Uno è bendato e uno no. Secondo voi, chi dei due rischia di più? Chiaramente quello bendato.

Ebbene, lo stesso discorso vale per i risparmiatori. Certi rischi magari non si potranno evitare, ma una cosa è metterli in preventivo, e un'altra è puntare su un titolo alla cieca.

Ma quando esiste il rischio? Tutte le volte che non sappiamo quanti soldi ci verranno restituiti, o non sappiamo quando, o, semplicemente, c'è qualche dubbio in proposito.

Il principio di funzionamento è molto semplice: più è alto il rischio e più deve essere alto il rendimento. Quindi, se ci propongono un investimento rischioso, prima di dire "no grazie", chiediamo: "Qual è il rendimento atteso?"; mentre, quando ci viene proposto un investimento molto remunerativo converrà chiedere qual è il rischio sottostante.

A ogni investimento è associato un insieme di possibili risultati. Comunemente si sente dire che, maggiore è la dispersione dei possibili risultati attorno al loro valore medio, maggiore è il *rischio*. Da ciò risulta abbastanza ovvio che il rendimento atteso non può essere l'unico criterio su cui basare la scelta tra investimenti. Accanto a esso, è opportuno prendere in considerazione anche il *rischio*. Ma che cos'è il *rischio*? E come si può misurare?

Esso è una *caratteristica* o *proprietà* dell'insieme dei possibili risultati di un investimento, o meglio, della distribuzione di probabilità della variabile casuale rendimento a essa associata.

Se per esempio consideriamo l'investimento  $X$  con i seguenti rendimenti possibili:

- **10% con probabilità 0,5;**
- **20% con probabilità 0,5,**

e l'investimento  $Y$  con i seguenti rendimenti:

- **14% con probabilità 0,5;**
- **16% con probabilità 0,5,**

è immediato verificare che la media dei rendimenti  $E(X) = E(Y) = 15\%$ , e che la varianza di  $X$   $var(X)$  è 25 volte la  $var(Y)$ , cioè l'investimento  $X$  è più rischioso di  $Y$ .

In linea generale il rischio si può definire come la probabilità che in un dato arco temporale il rendimento effettivo possa divergere dal rendimento atteso. Il rischio può essere rilevato in modo analitico o sintetico.

Il rischio "analitico" è la variabilità dei risultati spiegata a priori dalle caratteristiche intrinseche dei titoli esaminati; per esempio, per le obbligazioni si tratta del rating o della Duration.

Il rischio "sintetico" è la variabilità dei risultati spiegata a posteriori dall'interazione di vari fattori di mercato (titoli di capitale e di debito, rischio specifico e generico, rischio emittente, rischio di interesse, effetti della diversificazione, liquidità, cambio); è il cosiddetto rischio di mercato.

### **3. Misure analitiche di rischio**

#### **3.1. Rischio specifico e rischio generico**

Le teorie dell'efficienza dei mercati distinguono due tipologie di rischio: "generico" e "specifico".

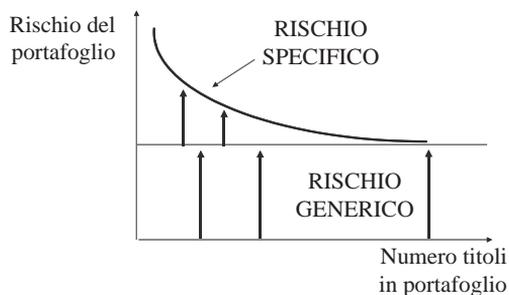
Il rischio "generico" (o "sistematico") si riferisce alla crescita economica del mercato nel tempo e ha la proprietà desiderabile di essere sistematicamente e proporzionalmente remunerato dal rendimento (il premio di rischio). Il rischio "specifico", connesso a eventi societari o settoriali, esprime invece il "*rumore di fondo*" della crescita economica e produce sui rendimenti impatti fortuiti, per definizione non controllabili, generando variazioni, più o meno ampie, di segno positivo o negativo. Mentre è ragionevole che il rischio "generico" venga remunerato nel tempo dalla crescita

economica, non vi è ragionevole aspettativa che ciò avvenga anche per il rischio “specifico” in quanto, per definizione, non ha nessuna relazione con il mercato stesso ed è potenzialmente eliminabile mediante la diversificazione efficiente di Markowitz: per quale motivo dovrebbe essere remunerato dal mercato se è possibile ridurlo o eliminarlo?

Il rischio totale di un qualsiasi investimento può essere scomposto nelle due tipologie di rischio che possono essere presenti in quantità diverse. Per esempio, la fluttuazione di un titolo azionario dipende sia dalle condizioni generali del mercato (*rischio generico*) che dalle condizioni particolari della società sottostante, come la valutazione del suo management, del marchio, dei brevetti ecc. (*rischio specifico*). Da ciò deriva che, per catturare le proprietà della sistematicità e della proporzionalità della remunerazione del rischio, è necessario evitare di investire in singoli titoli, che comunque presentano un’alta quantità di rischio specifico, ed è consigliabile investire nei mercati nel loro insieme. In termini concreti è consigliabile investire, per esempio, in un fondo azionario internazionale che “cattura” le potenzialità di crescita internazionale dei mercati, anziché in un qualsiasi titolo delle borse mondiali in quanto soggetto a eventi fortuiti, indipendenti dalla crescita economica.

La fig. 1 offre una rappresentazione grafica degli effetti della diversificazione sul rischio di un investimento finanziario.

Fig. 1 – L’effetto diversificazione sul rischio di portafoglio



Il rischio specifico è quella tipologia di rischio che si manifesta quando il risultato dell’investimento è legato alle sorti di pochi emittenti di strumenti finanziari. Facciamo un esempio: se si investe il 50% del portafoglio in un singolo titolo azionario (per esempio, Fiat ord.) e il resto in un singolo titolo obbligazionario (per esempio, Brasile 2010), il risultato del portafoglio così costituito sarà influenzato principalmente dalle sorti di questi due emittenti.

Concentrando gli investimenti in singoli titoli ci si espone a un rischio difficilmente controllabile; il rischio diventa incertezza. L'incertezza è diversa dal rischio in quanto il rischio stesso è qualcosa di calcolabile (e quindi controllabile), mentre l'incertezza non lo è. Nessun investitore accorto dovrebbe avere un portafoglio il cui andamento è legato eccessivamente alle sorti di singoli emittenti. In parole povere, se si hanno in portafoglio quote elevate di singoli titoli si accetta un rischio sproporzionato rispetto alle attese di rendimento.

### **3.2. Alfa e Beta secondo il Capm**

Sull'analisi del rapporto rischio-rendimento si fondano i principali sviluppi teorici della teoria di portafoglio e del Capital asset pricing model (Capm).

Ma in che cosa consiste il rischio delle azioni in particolare? Il rischio di un'azione deriva dalla variabilità del rendimento di questa e quindi in primo luogo dalle relative quotazioni.

Il Capm stabilisce che il rischio di un titolo azionario è determinato unicamente dalla varianza dei rendimenti del titolo spiegata dai movimenti dell'intero mercato; in linea teorica qualsiasi altro tipo di rischio può essere eliminato attraverso la diversificazione di portafoglio.

Il rischio generico (o sistematico) è ineliminabile ed è misurato dal coefficiente Beta; per definizione il Beta di mercato è posto pari a uno.

Beta superiori all'unità identificano titoli cosiddetti aggressivi che sul piano statistico tendono ad amplificare i movimenti positivi e negativi di mercato; Beta inferiori a uno identificano titoli cosiddetti difensivi che tendono a smorzare i movimenti positivi e negativi di mercato.

Queste misure statistiche trovano applicazione anche nella gestione di portafoglio; ciò significa che se, per esempio, un dato portafoglio presenta un Beta uguale a 2 (il Beta di portafoglio è pari alla media ponderata dei Beta assegnata ai titoli che lo compongono), i titoli del portafoglio oscilleranno il doppio rispetto all'indice di mercato di riferimento.

Quindi se l'indice guadagnerà il 5% quel portafoglio guadagnerà il 10%, ma perderà il 20% se l'indice scenderà del 10%. Questo tipo di rischio non è eliminabile diversificando l'investimento.

Il rischio specifico è eliminabile ed è misurato dal coefficiente Alfa; si tratta di quella parte di volatilità spiegata dalle caratteristiche peculiari del titolo e/o del settore economico preso in esame.

### 3.3. Rating e rischio di controparte

Le crisi finanziarie di alcune società e di alcuni enti governativi ha riportato negli ultimi anni l'attenzione verso la valutazione del merito creditizio degli emittenti. L'investitore, infatti, dovrebbe scegliere titoli con un profilo di rischio in linea con i propri obiettivi.

Il primo strumento, a disposizione di ogni investitore, che permette di ottenere un'immediata percezione del rischio legata all'acquisto di un titolo è il rating. Esso, infatti, esprime un giudizio sintetico sull'affidabilità di un emittente o di un'emissione ed è assegnato da agenzie indipendenti. Le più importanti, nate già agli inizi del secolo scorso, sono Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

Il rating di un'emissione è una valutazione del merito di credito di un emittente – ente governativo, ente sopranazionale o società – rispetto a una specifica obbligazione finanziaria o classe di obbligazioni finanziarie.

Attraverso una codice alfanumerico convenzionale, il rating esprime la capacità dell'emittente di far fronte puntualmente agli impegni di pagamento (interessi e rimborso della quota capitale) alle scadenze prefissate.

Anche le caratteristiche del singolo prestito influiscono sul giudizio di rating: la durata, la tipologia di cedola (fissa, variabile, indicizzata) e l'eventuale presenza di garanzie. È prassi comune che il rating assegnato alle obbligazioni ordinarie venga identificato come rating dell'emittente.

Gli emittenti, chiedendo in autonomia l'assegnazione di un rating, decidono di sottoporsi allo scrutinio del mercato, offrendo agli investitori uno strumento oggettivo e riconosciuto di valutazione del merito creditizio. Il rating viene utilizzato sia dagli investitori istituzionali (assicurazioni, banche, fondi comuni) che dagli investitori individuali. Il numero sempre crescente di strumenti quotati e la possibilità di acquistare obbligazioni di emittenti, di cui spesso non si hanno sufficienti informazioni, deve essere accompagnata da un'elevata informativa sui prodotti. In questo senso il rating permette agli investitori di conoscere immediatamente e in modo inequivocabile il merito di credito di un determinato titolo obbligazionario.

Il rating di un'emissione è espresso a seguito di una analisi su:

- capacità dell'emittente di soddisfare gli impegni finanziari presi nei termini concordati;
- natura dell'impegno finanziario e garanzie accessorie;
- diritti dell'obbligazione rispetto ad altre emissioni della stessa società.

Per esprimere un giudizio sulla capacità dell'emittente di soddisfare gli

impegni finanziari presi nei termini concordati, le Agenzie di rating seguono due tipi di analisi:

- analisi qualitativa;
- analisi quantitativa.

L'analisi qualitativa è basata sullo studio del contesto economico in cui l'emittente opera. Viene svolta attraverso un'analisi di settore (prospettive di crescita, struttura competitiva, fattori di successo) e un'analisi dell'attività d'impresa (struttura di controllo e organizzativa dell'azienda considerata e posizione competitiva espressa in termini di quota di mercato).

L'analisi quantitativa è focalizzata sui dati del bilancio e, in particolare, sulla valutazione dei flussi di cassa e della liquidità; l'obiettivo essenziale è quello di valutare la capacità dell'emittente di generare un ammontare di risorse in grado di soddisfare i pagamenti di debito attraverso la sua gestione caratteristica.

Per quanto concerne la natura dell'impegno e le garanzie accessorie, la valutazione si basa sulle caratteristiche dell'obbligazione: emittente, cedola, scadenza e la presenza di altri elementi come, per esempio, il rischio di cambio ed eventuali clausole di garanzia.

Queste ultime hanno lo scopo di limitare una società dal compiere azioni che potrebbero ledere gli interessi degli obbligazionisti e di vincolarla ad alcune condizioni protettive nei confronti dei possessori dei titoli.

Alcuni esempi di garanzie accessorie sono le clausole "credit protection", le quali possono prevedere che in caso di abbassamento del rating da parte delle principali Agenzie le cedole pagate dai titoli siano riviste al rialzo, secondo modalità predeterminate per ogni emissione.

Questo tipo di clausole, diffuso principalmente fra le Obbligazioni Corporate, ha l'obiettivo di fornire agli investitori che continuano ad avere fiducia in un determinato emittente o settore anche in situazioni di mercato negative, una garanzia in caso di una diminuzione della valutazione del merito di credito. È quanto è successo, per esempio, alle società telefoniche nella primavera del 2001: alcune obbligazioni di queste società hanno goduto, grazie alla presenza di clausole credit protection, di un aumento della cedola in seguito a un abbassamento di livello nella scala di rating.

Il rischio emittente si può manifestare con modalità differenti:

- insolvenza totale che pregiudica il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale a scadenza;