



WORKING PAPER n. 00.05

Luglio 2000

La Style Analysis nel Mercato Azionario Italiano

Loriana Pelizzon¹
Domenico Sartore²
Teresa Grava³

¹ Università di Padova

² Università Ca' Foscari di Venezia e GRETA, Venezia

³ Credit Suisse First Boston

*Gli autori ringraziano Roberto Casarin ed i referees per i preziosi suggerimenti

LA STYLE ANALYSIS NEL MERCATO AZIONARIO ITALIANO

Introduzione

Nelle realtà finanziarie più evolute il concetto di stile azionario, o “*equity style*”, è ormai diffuso non solo tra gli esperti del settore ma anche tra i piccoli risparmiatori, tanto da influenzare il modo di pensare al mercato ed ai gestori di patrimoni.

Alla base della nozione di stile azionario vi è una relazione cruciale tra rendimenti passati, caratteristiche del portafoglio e rendimenti futuri ed è proprio questo legame che rende lo stile degno di considerazione da parte della comunità finanziaria.

Le implicazioni dell’*equity style* sono molteplici e non sono confinate alla sola ricerca accademica, estendendosi anche alla ricerca che si sviluppa nella *security industry* e che è sottostante alle gestioni di portafoglio. Lo stile permette innanzitutto di segmentare il mercato azionario, spesso troppo grande e diversificato per poter essere considerato come un’unica classe di attività. Legando i criteri d’identificazione degli stili alla sensibilità dei titoli ai fattori di rischio è inoltre possibile stabilire una relazione tra gli stili ed il rischio sistematico. I risultati evidenziati nei lavori di Fama e French (1993, 1995, 1996, 1997) suggeriscono addirittura d’interpretare gli stili stessi come fattori di rischio accanto al rischio di mercato, in un modello a tre fattori.

Sul piano del risparmio gestito la presenza degli stili azionari fornisce lo spunto per classificare gli investitori a seconda dello stile adottato. L’importanza dell’assegnazione di uno stile d’investimento ad un gestore deriva dalla relazione stessa sottesa al concetto di *equity style*: un determinato stile si manifesta in determinate caratteristiche di portafoglio le quali implicano una determinata esposizione ai fattori di rischio e determinati rendimenti attesi.

L’analisi dello stile d’investimento, nota come “*style analysis*”, può essere effettuata in differenti modi. L’approccio “*return-based*”, proposto da Sharpe (1992), si distingue per la sua semplicità, velocità ed accuratezza. Esso è in grado di determinare lo stile di un investitore confrontandone i rendimenti mensili con i rendimenti di un numero selezionato di indici, in un’analisi di correlazione.

La principale ed importante conseguenza dell'assegnazione di uno stile d'investimento ad un gestore è la separazione del rendimento totale in quello legato allo stile adottato e in quello determinato invece dall'abilità dell'investitore all'interno di quello stile. La *style analysis* offre così un semplice e prezioso contributo nel delicato ambito della *performance evaluation*.

Le implicazioni della *style analysis* si estendono anche alla gestione di portafoglio: lo "*style management*", ossia la strategia di gestione basata sullo stile azionario, si rivela infatti di grande utilità nella pianificazione e nel controllo del rischio aggregato dell'investimento, attività fondamentali per qualsiasi gestione azionaria.

L'interesse dimostrato nell'ambiente accademico e finanziario statunitense per il concetto dell'*equity style*, nonché i risultati ottenuti, sono stati lo stimolo per la sperimentazione di questa promettente analisi nel mercato azionario italiano, a cui è dedicato il presente lavoro. Si tratta di uno dei primi studi che focalizza l'attenzione sul singolare aspetto dello stile azionario per il mercato italiano, indagandone i limiti e le potenzialità.

Gli stili analizzati sono la coppia *value* e *growth*, che si riferisce alle potenzialità di crescita degli utili delle azioni, e la coppia *large* e *small*, caratterizzata dal livello di capitalizzazione dei titoli. L'andamento degli indici di stile ha evidenziato anche per il mercato italiano un comportamento degli stili *value* e *growth* significativamente diverso sia tra loro sia dal mercato considerato nel complesso, confermando i risultati ottenuti in altri mercati e dimostrando come anche a Piazza Affari ci sia spazio per questo tipo d'analisi.

Il lavoro è organizzato nel seguente modo. La sezione 1 definisce gli stili di investimento, la sezione 2 presenta la tecnica *style analysis*, la sezione 3 analizza il caso italiano, presenta gli indici di stile e caratterizza i portafogli dei fondi italiani in relazione a tali indici. Nella sezione 4, si analizzano le performance dei fondi italiani in base alla *style analysis*. La sezione 5 presenta un ulteriore utilizzo della *style analysis* e cioè uno strumento per lo studio della concorrenza.

1. Lo stile d'investimento azionario: cos'è, come si manifesta e perché è importante.

I diversi concetti di stile d'investimento azionario (*equity style*) hanno fatto il loro ingresso nella comunità finanziaria statunitense negli anni '70, allorché

gestori ed analisti iniziarono a notare *cluster* di portafogli con simili caratteristiche e *performance* (Coggin e Fabozzi (1995)). Tali dati riflettevano differenti filosofie riguardo ai fattori determinanti dei prezzi azionari: i portafogli di *cluster* diversi rispondevano, infatti, a diverse logiche d'investimento, esplicitamente adottate dai relativi *manager*.

Questo fenomeno si continua ad osservare ancora oggi. Secondo la strategia d'investimento adottata, gli investitori infatti tendono effettivamente a focalizzare aspetti differenti delle statistiche relative ai titoli azionari, privilegiando un indicatore piuttosto di un altro, arrivando così nello stesso momento a valutazioni anche opposte riguardo alla stessa azione.

Non qualsiasi strategia d'investimento, tuttavia, costituisce uno stile. Per essere appellata come tale deve essere condivisa da molti investitori che, anche se la applicano con differenti modalità, concordano sulle principali cause dell'oscillazione dei prezzi azionari. I gestori che adottano le stesse linee guida per l'individuazione dei titoli da scegliere si troveranno così a gestire portafogli magari diversi nelle singole azioni ma verosimilmente con caratteristiche analoghe, posizionandosi quindi in una determinata zona del mercato.

Se vi è sufficiente analogia tra le filosofie dei *manager*, le caratteristiche del portafoglio e il conseguente andamento della *performance*, tale modalità d'investimento è denominata "stile", e la sua esistenza sarà confermata se il legame tra le caratteristiche del portafoglio e i relativi rendimenti persiste, ad eccezione del rischio specifico d'ogni singola azione. Alla base del concetto di stile esiste dunque una relazione cruciale tra rendimenti passati, caratteristiche del portafoglio e rendimenti futuri, ed è proprio questo legame che rende lo stile degno di considerazione da parte della comunità finanziaria: "*style is of interest not because we are concerned with observed past returns, but because we want to anticipate future returns*" Christopherson (1995).

Affinché si possa parlare di stile, i rendimenti degli *style portfolio* devono essere significativamente diversi, almeno nel breve periodo, non solo dal mercato nel complesso ma anche tra loro. Facendo riferimento alla teoria della finanza, tuttavia, i prezzi delle azioni sono guidati esclusivamente dalla loro esposizione al fattore, o ai fattori, di rischio, a seconda che si assuma la validità di un *single-factor* o di un *multi-factor model*, e dal rischio specifico. Ammettere l'esistenza

degli stili in questo contesto comporta allora che gli *style portfolio* abbiano anche un'esposizione al rischio significativamente diversa dal mercato e tra loro.

Queste caratteristiche rendono lo stile interpretabile come un'estensione del concetto di diversificazione all'interno del mercato azionario, che comporta una segmentazione del mercato alla ricerca di diversi profili nel piano rischio-rendimento. L'analisi degli stili d'investimento azionario, una volta verificata la loro esistenza, ha quindi evidenti risvolti applicativi, soprattutto in termini di *performance measurement e risk management*.

Tale filone di ricerca sta attualmente avendo molto seguito nella realtà finanziaria statunitense, dove il concetto di *equity style* permea ormai il modo in cui gli investitori pensano al mercato o ai gestori di patrimoni. Ne è una prova tangibile l'enorme numero di fondi americani dichiaratamente specializzati per stile.

Quella che una volta era una misteriosa idea promossa dai consulenti e condivisa soltanto dai loro grandi clienti, è ora un utile strumento alla portata anche dei piccoli investitori, in grado di confrontare direttamente i risultati dei fondi attivi con l'alternativa passiva degli *style index mutual fund*. La crescente popolarità di tale concetto si è manifestata anche in un'esuberante produzione di indici finalizzati a misurare i diversi segmenti del mercato azionario¹ e di cui, ormai, i *manager* non possono non tenere conto, essendo chiamati ad un confronto sempre più specializzato.

Le principali tipologie di stile attualmente utilizzate sono crescita (*growth*), valore (*value*), alta capitalizzazione (*large cap*) e bassa capitalizzazione (*small cap*).

Una semplice definizione di tali stili vede il gestore *growth* concentrato sui titoli che hanno manifestato in passato una crescita degli utili superiore a quella media di mercato, ossia titoli con un elevato potenziale di redditività, per ottenere i quali l'investitore deve frequentemente pagare prezzi alquanto elevati. Altre caratteristiche del *growth manager* sono la selezione di società di elevata qualità; l'accento sui settori *consumer & service e health & technology*; un alleggerimento nei titoli ciclici e difensivi. Indipendentemente da quale sia la fonte della crescita

¹ Gli *Equity Style Index* furono introdotti inizialmente dalla Frank Russell Company e da Wilshire Associates nel 1987, quindi da Standard & Poor's unitamente a BARRA nel 1992 e infine da Prudential Securities nel 1993. Quasi tutti gli indici sono stati proiettati indietro alla fine degli anni Settanta.

attesa o il livello in cui si attesta l'attuale multiplo di prezzo, il fattore critico è qui un potenziale di crescita non rispecchiato nel prezzo corrente.

I *value manager* focalizzano invece la loro attenzione sul prezzo di mercato, che in questo stile rappresenta la variabile chiave. I gestori orientati al valore seguono infatti i titoli con un basso rapporto prezzo/utile. Un altro indicatore importante in questa strategia d'investimento è il rapporto valore di mercato/valore di bilancio (*price/book*) che segnala, se basso, una possibile sottovalutazione del titolo. In definitiva, gli investitori con questo stile sono attratti da titoli che hanno registrato un declino di prezzo, ed in questo senso tale strategia è definita anche *contrarian*, ed hanno portafogli con caratteristiche in netto contrasto rispetto a quelle dei *growth manager*.

Gli stili *large cap* e *small cap* distinguono le azioni in base alla capitalizzazione. Il portafoglio a bassa capitalizzazione include generalmente titoli con *beta* superiori alla media, un alto rischio residuo rispetto all'indice di mercato ed uno scarso interessamento da parte degli investitori istituzionali. Proprio questo motivo fa ritenere agli *small cap manager* che questo stile riservi maggiori opportunità di aggiungere valore attraverso la ricerca, essendo le piccole società meno seguite dagli analisti.

All'interno di ciascun segmento di mercato poi, quello ad alta e quello a bassa capitalizzazione, è possibile individuare investitori che seguono la strategia valore ed altri lo stile crescita, combinando i due criteri di selezione, la capitalizzazione e le caratteristiche delle azioni.

Emerge a questo punto uno dei principali utilizzi dello stile nel campo del calcolo dei rendimenti attraverso la *style analysis*, ossia l'assegnazione sistematica di uno stile o di un mix di stili ad un gestore. Nel lungo periodo, certo, il gestore azionario dovrebbe ottenere un rendimento superiore a quello del mercato indipendentemente dallo stile seguito, altrimenti non meriterebbe le commissioni richieste, ma spesso la definizione "lungo periodo" richiede di andare ben oltre il tipico orizzonte quinquennale scelto dagli investitori, mentre il normale comportamento di investitori e risparmiatori nella valutazione delle *performance* è di rimanere entro tali limiti.

Di qui l'importante ruolo assunto dalla *style analysis*. Se il risparmiatore sceglie i gestori sulla base dei rendimenti passati calcolati rispetto al mercato, può selezionare non intenzionalmente un *manager* con un'alta *performance* dovuta

solo allo stile adottato, o scartarne un altro sulla base di uno scarso rendimento causato però dalla fase negativa di quello stile. Decisioni di questo tipo, oltre a basarsi su una visione distorta delle reali capacità dei gestori, traslate in uno schema “*buy high, sell low*” possono avere conseguenze non piacevoli in termini di rendimento del portafoglio.

La *style analysis* si prefigge appunto di individuare e scorporare i risultati di gestione dovuti allo stile seguito, ammesso che il *manager* ne abbia adottato uno, e di utilizzarli come *benchmark* per mettere in luce il contributo della gestione attiva all’interno di quello stile. In questo modo è introdotto nel processo di investimento azionario un nuovo livello di scelta intermedio tra l’*asset allocation* e la *stock selection*², ed è appunto la scelta dello stile. Se lo stile seguito dai gestori è esplicitato (come nella maggior parte dei fondi americani), questa scelta è di competenza del risparmiatore, che decide dove allocare il proprio patrimonio, ed è a lui che vanno attribuiti i risultati di stile, buoni o cattivi che siano, non al *manager* del fondo che segue quello stile e si preoccupa invece solamente di selezionare in modo opportuno le azioni all’interno dello stile.

Per i gestori di portafoglio la *style analysis* trova applicazioni sia in campo commerciale, per quanto riguarda il calcolo della *performance* ed il confronto col *benchmark*, sia in ambito gestionale, nel controllo della diversificazione e del rischio aggregato del portafoglio. E’ inoltre un utile strumento per lo studio della concorrenza, in quanto permette loro di individuare il posizionamento nel mercato degli avversari e le loro scelte strategiche.

Indipendentemente dall’aver o meno adottato uno stile azionario e quale, la *style analysis* ha il merito di fornire un importante beneficio nel rendere gli investitori e, perché no, i *manager*, più consapevoli dei propri investimenti.

2. – La *style analysis*.

A cominciare dal lavoro di Sharpe (1992), nel mondo dell’*investment management* fu introdotta una nuova tecnica per l’assegnazione sistematica di uno stile azionario agli investitori. Questa tecnica è diventata nota come “*return-based*” *equity style analysis*.

² Le decisioni di *asset allocation* consistono nella scelta della distribuzione degli investimenti rischiosi tra le principali classi di attività, come azioni, obbligazioni, beni immobili, titoli esteri, ecc. Le decisioni di *stock selection* riguardano la scelta di quali titoli specifici detenere all’interno di ciascuna classe di attività.

La teoria sviluppata da Sharpe afferma che lo stile d'investimento di un *manager*, passato e presente, può essere determinato confrontando i rendimenti del *manager* coi rendimenti di un numero di indici selezionato. Usando la metodologia statistica dell'analisi di correlazione, i portafogli sono classificati tra i diversi stili azionari sulla base del grado di correlazione con il *set* dei predefiniti indici. I vantaggi di questo approccio sono: (i) la semplicità, (ii) la velocità e (iii) l'accuratezza. Non c'è bisogno di guardare i singoli titoli in portafoglio per determinare lo stile d'investimento: tutte le informazioni necessarie possono essere ottenute semplicemente analizzando i rendimenti mensili o trimestrali dell'investitore, da cui l'appellativo "*return-based*". In realtà quello proposto da Sharpe è un sistema completo di gestione del portafoglio e di misurazione della *performance* basato sull'analisi della struttura delle covarianze dei rendimenti.

La teoria si sviluppa partendo da un *asset class factor model* del tipo:

$$R_i = [b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n] + e_i$$

dove la variabile casuale R_i rappresenta il rendimento dell'attività i -esima, i fattori F_1, \dots, F_n rappresentano il rendimento di classi di attività, i coefficienti b_{i1}, \dots, b_{in} esprimono la sensibilità di R_i rispetto ai fattori per i quali si richiede che siano positivi e sommino ad uno, e_i è il rendimento non attribuibile ai fattori. L'assunzione basilare del *factor model* è la non correlazione tra i residui delle diverse attività, il che significa che i fattori devono essere la sola fonte di correlazione tra i rendimenti.

Il rendimento dell'attività i -esima può essere dunque rappresentato dal rendimento di un portafoglio investito nelle "n" classi di attività (espresso in parentesi quadra) più una componente residua (e_i). Sharpe chiama il portafoglio individuato dai termini in parentesi "*effective mix*" e lo considera la parte di rendimento attribuibile allo stile, mentre la componente residua rappresenta la *performance* dovuta alla *selection*. La separazione del rendimento in queste due componenti principali (*style* e *selection*) è un punto fondamentale nello sviluppo dell'approccio *return-based*.

Una delle decisioni chiave di questo approccio è la scelta di come esplicitare i fattori F_i . Sharpe, nella sua teoria, li considera classi di attività il cui rendimento è calcolato da indici noti; per la funzionalità pratica del modello è

inoltre desiderabile che ciascuna classe di attività rappresenti una strategia passiva che può essere seguita a basso costo usando un *index fund*. Questa non è tuttavia l'unica scelta possibile. La tecnica utilizzata da BARRA, per esempio, considera una serie di fattori di rischio specifici per ogni titolo.³

L'obiettivo finale dell'analisi è individuare l'esposizione del portafoglio completo di un risparmiatore alle classi di attività considerate, in altre parole analizzare l'*asset allocation* del portafoglio. Questa è funzione dell'ammontare del portafoglio investito nei diversi fondi e dell'esposizione di ciascun fondo alle classi di attività. Quest'ultima, a sua volta, è funzione dell'ammontare del fondo investito nei diversi titoli e dell'esposizione dei titoli alle classi (cioè ai fattori). Mentre è sempre possibile determinare l'esatta esposizione del fondo attraverso una dettagliata analisi dei titoli in portafoglio, le informazioni necessarie per gli scopi di *asset allocation* sono ricavabili da un approccio più semplice che utilizza solo i rendimenti realizzati dei fondi per stabilirne lo stile. Poiché richiede solo informazioni facilmente ottenibili, questo approccio è considerato "esterno".

Sharpe chiama *style analysis* l'uso di un programma di ottimizzazione quadratica per determinare l'esposizione del fondo alle variazioni nei rendimenti delle principali classi di attività. Lo scopo è trovare un *set* di coefficienti b_j che siano conformi alle basilari informazioni riguardo alla politica d'investimento del fondo e che minimizzino la varianza della componente residuale e_i .

Rielaborando la precedente equazione si ottiene:

$$e_i = R_i - [b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + \dots + b_{in}F_n].$$

Il termine al primo membro può essere interpretato come la differenza, al secondo membro, tra il rendimento del fondo e quello di un portafoglio a strategia passiva con lo stesso stile. Questa differenza è nota in letteratura come "*tracking error*". Lo scopo della *style analysis* è dunque selezionare lo stile, vale a dire l'esposizione alle classi di attività, che minimizza la varianza del *tracking error*, chiamata *tracking variance*.

E' importante notare che lo stile identificato in questo modo è una sorta di media dei potenziali cambiamenti di stile durante il periodo analizzato. La deviazione mensile del rendimento del fondo da quello del proprio stile può

³ Per la specificazione del modello di BARRA vedi Coggin e Fabozzi eds. [1995], pp. 134-135.

derivare dalla scelta di particolari titoli all'interno di una o più classi di attività, dalla rotazione tra le classi di attività, o da entrambe. Il termine ϵ , che Sharpe chiama *selection*, copre quindi tutte queste possibili fonti di *tracking error*.

Talvolta può essere utile esaminare se l'esposizione media del portafoglio di un investitore alle classi di attività è costante nel tempo. Per fare questo si possono effettuare una serie di *style analysis* usando un numero fisso di osservazioni traslate nel tempo per ogni analisi. Gli intervalli comunemente impiegati per questo genere d'analisi sono di tre o cinque anni.

Le principali critiche rivolte alla *return-based style analysis* sono l'incapacità di cogliere la dinamica dello stile e il pericolo di confusione tra rischio specifico e stile nei rendimenti.

Il primo problema deriva dal metodo stesso della *style analysis*. La correlazione dei rendimenti è calcolata su di un periodo di 36-60 mesi, in cui tutte le osservazioni hanno la stessa importanza. Se c'è un cambiamento di stile, questo è inizialmente riflesso solo nell'osservazione più recente e, con lo scorrere del tempo, in un numero sempre maggiore di punti. Gradualmente la quota di punti riguardanti il vecchio stile diviene più piccola finché la soluzione dell'analisi di correlazione registra completamente il cambiamento. C'è chiaramente un inevitabile ritardo nel riconoscere la variazione dello stile, la cui gravità dipende dall'importanza del cambiamento. La *style analysis* può funzionare molto bene per gli investitori con uno stile costante o le cui variazioni sono modeste e graduali. Se invece la strategia dell'investitore è di aggiungere valore al portafoglio proprio ruotando tra gli stili, prevedendo di volta in volta quale sarà il migliore, la *style analysis* potrebbe non essere lo strumento più adeguato.

Il secondo problema dell'analisi *return-based* è legato alla suscettibilità dei rendimenti azionari ai *noisy data*. Il *factor model* utilizzato nell'analisi è basato sull'assunzione che i rendimenti riflettano una determinata esposizione ai fattori di rischio. Tuttavia i modelli statistici stimati coi rendimenti storici sono notoriamente instabili. Il rischio specifico può portare il rendimento di titoli con un determinato stile ad avere un'alta correlazione col rendimento di titoli dello stile opposto, trascinando la *style analysis* ad un'errata specificazione dei fattori di rischio. La *style analysis* non può infatti distinguere tra il *noise* e la reale esposizione ai fattori.

Un metodo opposto alla *return-based style analysis* è l'approccio *portfolio-based*. L'assegnazione dello stile si basa in questo caso su quello che gli analisti hanno fatto per anni: focalizzare le caratteristiche specifiche del portafoglio azionario per determinarne lo stile. L'approccio *portfolio-based* prevede un esame intensivo del portafoglio dell'investitore e della procedura di selezione dei titoli, qualificandosi come approccio "interno" in contrapposizione a quello esterno basato esclusivamente sui rendimenti.

La soggettività e la difficoltà di valutare correttamente tutte le informazioni rendono questo approccio poco seguito in termini di *performance evaluation* da parte dei risparmiatori.

3. Il caso Italiano

3.1 Gli indici di stile

Gli indici di stile per il mercato azionario italiano sono stati costruiti a partire dalle quotazioni mensili delle azioni ordinarie italiane da marzo 1990 a dicembre 1998.

Per quanto riguarda la suddivisione secondo la capitalizzazione, il portafoglio *large* comprende i titoli che, ordinati per capitalizzazione decrescente, rappresentano i 3/4 della capitalizzazione totale del mercato. La quota del 75% è stata scelta in quanto è approssimativamente il peso nell'intero mercato dell'indice Mib30, che rappresenta appunto i titoli large italiani. Il portafoglio *small* è individuato dai rimanenti titoli e rappresenta dunque l'ultimo 25% della capitalizzazione cumulata.

All'interno di ciascuna categoria di capitalizzazione sono stati poi individuati i panieri *value* (basso P/U) e *growth* (alto P/U), in modo da avere in entrambi lo stesso numero di titoli.

Gli indici, che sono calcolati dando lo stesso peso a ciascun titolo del paniere (*equally weighted*), hanno base 10000 al 30/03/90. La revisione dei panieri avviene semestralmente, alla fine dei mesi di marzo e settembre, in base alla capitalizzazione ed al rapporto prezzo/utile di ciascun titolo al tempo della revisione.

Il comportamento degli indici è valutato attraverso il rendimento cumulato in periodi di 36 mesi che slittano mensilmente. Questo intervallo è generalmente utilizzato in letteratura in quanto risponde ai requisiti di essere: sia sufficientemente corto per permettere di evidenziare le diversità tra gli stili nel

breve periodo, sia sufficientemente lungo per permettere di individuare l'andamento distinguendolo dal *noise*.

Essendo d'interesse non tanto il comportamento degli indici di stile in assoluto ma in relazione al loro extra-rendimento rispetto al mercato, la performance e' calcolata in termini relativi, sottraendo il rendimento di un indice di mercato: l'indice COMIT.

I grafici seguenti mostrano l'andamento di questi excess-return per i diversi indici di stile.

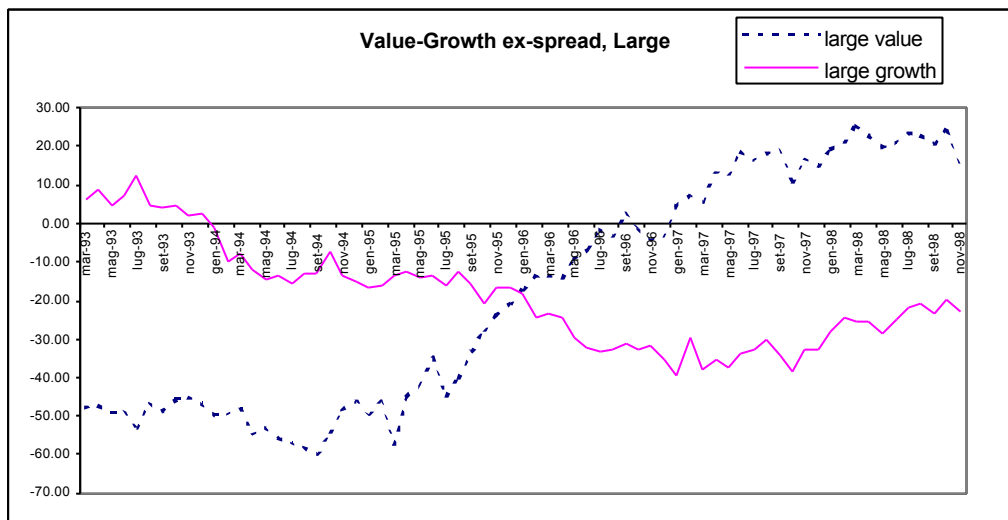


Figura -1 Andamento extra rendimento rispetto all'indice COMIT degli indici large Value e Growth

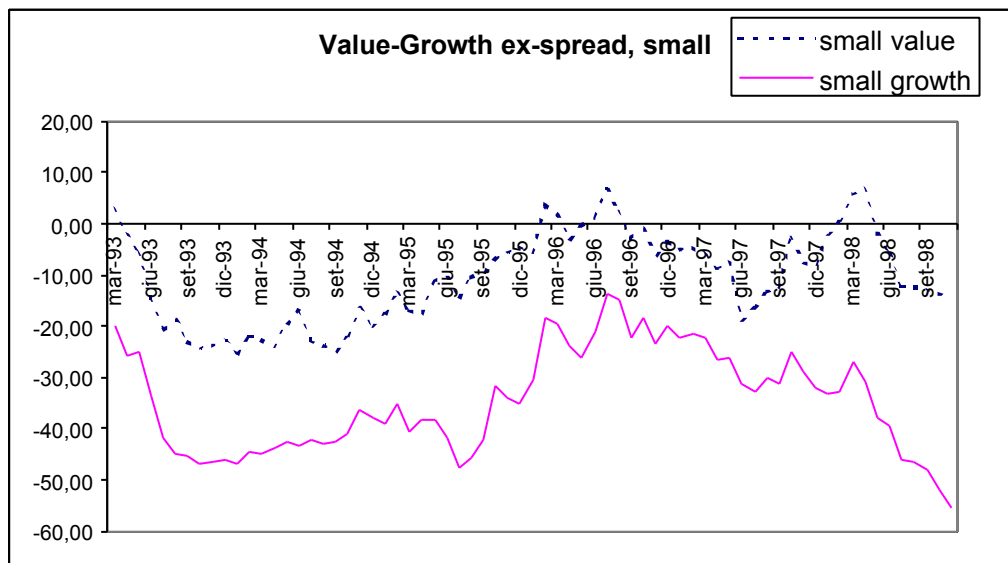


Figura 2 - Andamento extra rendimento rispetto all'indice COMIT degli indici small Value e Growth

Dall'analisi di tali grafici e' visibile una sorta di ciclicita' negli stili, tra cui la piu' evidente e' quella degli indici *large value* e *large growth*.

E' interessante poi osservare come gli indici *large value* e *large growth* presentino un'elevata correlazione negativa⁴ e percio' si presentano come indici di stile alternativi, invece gli indici *small value* e *small growth* seguono praticamente lo stesso andamento ed in particolare l'indice *small value* domina l'indice *small growth*. Si puo' quindi concludere che gli indici di stile piu' significativi nel mercato italiano sono tre e non quattro: *large value*, *large growth* e *small*.

Inoltre e' facile osservare che gli indici *small* presentano un extra-rendimento solitamente negativo. Questo risultato e' coerente con altre analisi effettuate su dati europei, invece e' opposto a quanto tuttora osservato negli Stati Uniti. Purtroppo non esiste ancora una teoria in grado di spiegare questa asimmetria (si veda al riguardo Dimson e Marsh (1999)).

L'analisi statistica degli spreads *large value* - *large growth* e *small value* - *small growth* viene evidenziata nella Tabella 1.

	<i>Large Value - Large Growth</i>	<i>Small Value - Small Growth</i>
Media	0,32	23,98
Dev. Std.	41,31	6,53
% valori positivi	50,72	100
Min	-65,62	12,28
Max	53,65	40,88

Tabella 1 –Analisi statistica degli spreads tra stili.

Come si puo' notare dalla Tabella 1 i due stili *large growth* e *large value* in media generano un rendimento che non e' statisticamente diverso dall'altro nel periodo considerato. Invece come gia' evidenziato lo stile *small value* domina quello *small growth* generando uno spread statisticamente diverso da zero.

3.2 Dove investono i gestori

Se la distinzione tra gli stili d'investimento azionario non e' priva di senso, investitori con simili filosofie d'investimento, o "stili", otterranno in media *performance* più simili tra loro che rispetto all'intero mercato. L'analogia dei

⁴ Il risultato di elevata correlazione negativa e' rilevante in quanto da un punto di vista meramente teorico ci si poteva attendere sia un risultato di debole correlazione negativa o addirittura di correlazione nulla.

rendimenti è dovuta al fatto che questi investitori condividono caratteristiche di portafoglio che sono rilevate e valutate dal mercato.

Implicita nell'assegnazione di uno stile azionario ad un gestore di portafoglio c'è l'assunzione che uno stile produca una determinata esposizione ai fattori di rischio la quale conduce a determinati rendimenti attesi. Per esempio, ci si aspetta che un *growth manager* ottenga, in media, il rendimento del segmento *growth* del mercato.

I fondi comuni di investimento analizzati rientrano nelle categorie "azionari italiani" e "azionari specializzati Italia". L'ampiezza del campione è di 58 fondi. Il rendimento mensile è calcolato come logaritmo del rapporto tra la quotazione di fine mese corrente e quella di fine mese precedente.

Per analizzare lo stile d'investimento dei gestori nel mercato azionario italiano sono stati utilizzati gli stili presentati in precedenza e la tecnica di ottimizzazione introdotta da Sharpe e descritta in dettaglio nell'appendice A⁵. I coefficienti degli indici di stile sono espressi come percentuale sulla quota totale stimata del portafoglio investita in azioni italiane. Lo stile del fondo, per ciascun sottoperiodo, è così individuato dalle coppie di coordinate che indicano la quota di azioni *value* e di azioni *large*. I fondi sono in questo modo raffigurabili come punti nel piano formato dalle due dimensioni dello stile, capitalizzazione e crescita. Le figure 1 e 2 mostrano questa rappresentazione per i fondi azionari italiani alla fine del 1996 e del 1998.

⁵ In riferimento alla selezione delle classi di attività da includere nel modello di ottimizzazione si sono utilizzati sette indici: l'obbligazionario italiano, l'obbligazionario mondiale, l'azionario mondiale ed i quattro indici azionari italiani: large-value, large-growth, small-value, small-growth. Al fine di valutare la bontà del modello per il caso italiano si sono analizzati gli scostamenti tra le quote di portafoglio stimate e le corrispondenti quote di portafoglio dichiarate dai gestori (la quota stimata per l'azionario Italia è data dalla somma dei quattro indici di stile). Lo scostamento medio ottenuto è nella maggior parte dei casi inferiore, in valore assoluto, al 3%, confermando l'abilità del modello nell'individuare la composizione del portafoglio.

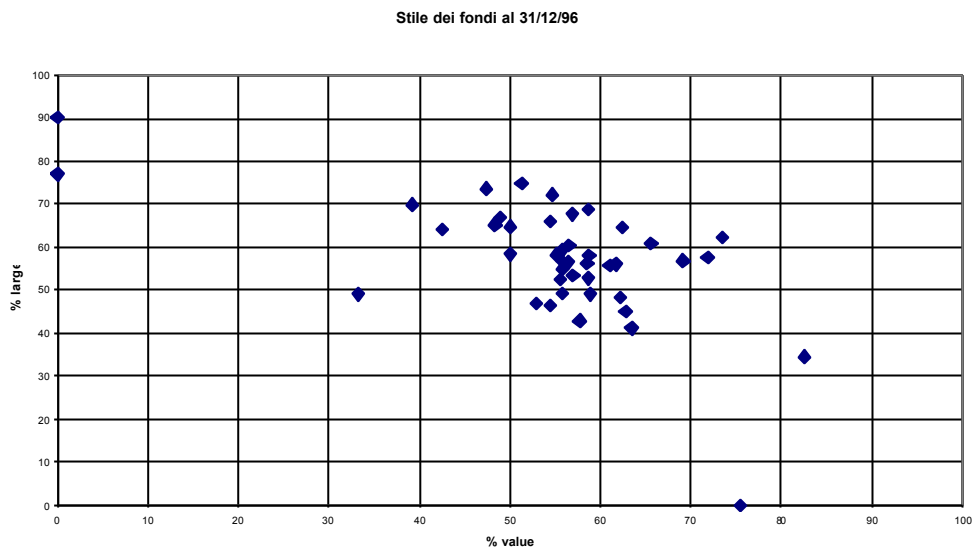


Figura 1 – Stile dei fondi italiani alla fine del 1996

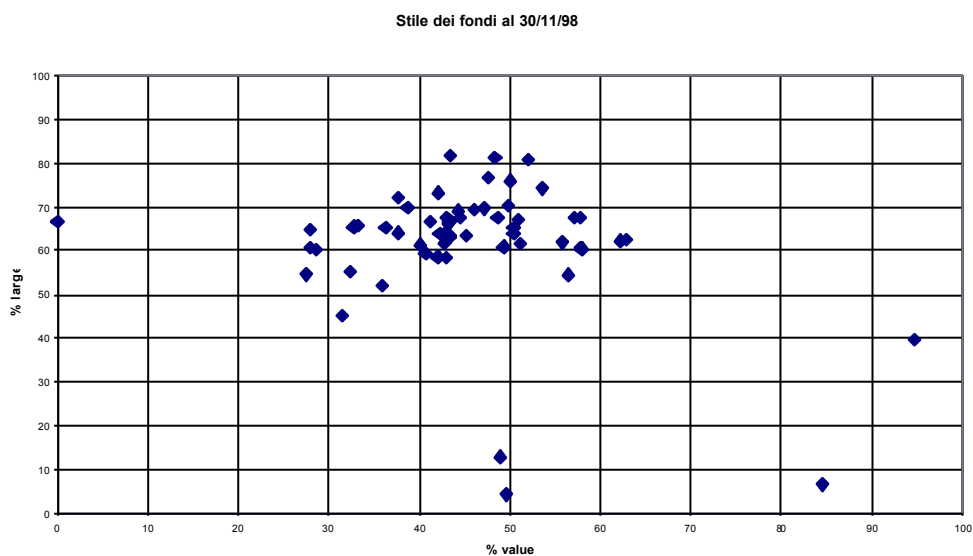


Figura 2 – Stile dei fondi italiani alla fine del 1998

Analizzando le figure 1 e 2 si nota che la quasi totalità dei fondi “fotografati” è concentrata, per gli specializzati italia, nella fascia 0,30 - 0,75 dell’asse *value* e 0,4 - 0,8 dell’asse *large*, vale a dire che la maggioranza dei gestori italiani adotta lo stesso stile d’investimento, neutrale rispetto alla dimensione *value – growth* e lievemente *large*.

Emerge perciò la mancanza di una scelta precisa in merito ai criteri di selezione dei titoli, a parte la preferenza per i titoli a larga capitalizzazione giustificata dalle performance negative delle imprese a bassa capitalizzazione.

Si può dedurre perciò che i gestori italiani non svolgono una gestione attiva circa gli stili *growth* e *value* ma si limitano a diversificare i loro portafogli rispetto a queste due caratteristiche al fine di sfruttare l'effetto diversificazione generato dalla correlazione negativa tra gli stili *value* e *growth*. L'analisi fin qui condotta non permette però di affermare se questa sia una scelta intenzionale oppure semplicemente dettata dalle caratteristiche del mercato italiano.

4. Asset Allocation vs portfolio selection: la valutazione delle performance dei fondi italiani

La *performance attribution* è un'analisi dei rendimenti che focalizza l'attenzione, anziché sull'aggiustamento per il rischio, sul contributo al risultato finale delle diverse scelte della gestione. Non si preoccupa quindi di stimare l'esposizione del portafoglio al rischio sistematico ma piuttosto di decomporre l'intera *performance* in diverse componenti, ciascuna delle quali è identificabile con un particolare livello del processo di selezione del portafoglio.⁶

La *performance attribution* presentata in questo lavoro si avvale della tecnica della *style analysis*. Le scelte d'investimento analizzate si riferiscono allo stile adottato dai gestori italiani, rispetto alle dimensioni crescita e capitalizzazione, ed alla selezione dei titoli all'interno dello stile.

4.3.1. – La scelta dello stile.

L'analisi di *performance attribution* richiede la conoscenza del *benchmark* dell'investimento. Per quanto riguarda i fondi azionari italiani e azionari specializzati Italia, il *benchmark* dichiarato dai gestori è l'indice di mercato italiano.

I risultati ottenuti dalla *style analysis* dimostrano come tale *benchmark* sia in realtà improprio, in quanto nessuno dei portafogli analizzati è mai stato investito al 100% nel mercato azionario italiano. La presenza costante in portafoglio di una quota, per esempio, del 20%-30% di obbligazioni italiane o del 10% di azioni estere dovrebbe, a rigore, essere considerata nel *benchmark*. Quest'ultimo ha infatti il compito di indicare quale sarebbe la posizione del fondo in assenza di gestione attiva e di segnalarne il rischio sistematico, fornendo al cliente gli elementi necessari alla valutazione dell'investimento. Il confronto tra il rendimento del fondo e quello dell'indice di mercato è invece privo di senso, se

non si tiene conto anche della notevole diversità nel grado di rischio dei due investimenti.

Risulta fondamentale perciò in un'analisi di performance attribution utilizzare il portafoglio benchmark che in modo più appropriato riflette il rischio acquisito.

La valutazione delle *performance* parte infatti generalmente dall'assunzione che i rendimenti ottenuti dall'investitore siano confrontati con quelli di un valido *benchmark*.⁷ Il *benchmark* dev'essere ben specificato prima del periodo di valutazione, realmente investibile a basso costo e disponibile per l'analisi. E' il naturale punto di partenza nella valutazione del valore aggiunto in quanto indica quale sarebbe la posizione del fondo se non ci fosse la componente di gestione attiva.

Il ruolo del *benchmark* nella gestione del processo d'investimento non si esaurisce nell'ambito del calcolo delle *performance*. Esso riflette la struttura propria del fondo, il suo profilo di rischio e la strategia di lungo periodo. Inoltre, se costruito propriamente, il *benchmark* definisce l'area di esperienza della società d'investimento, rappresentando tutti i titoli riguardo ai quali essa ha un'opinione e che potenzialmente possono far parte del portafoglio.

Nella pratica tuttavia l'uso del *benchmark* è spesso limitato al semplice confronto, *ex post*, fra i rendimenti e non è generalmente prevista particolare attenzione per la sua specificazione.

In particolare in Italia, praticamente quasi nessun gestore dichiara di seguire un determinato stile d'investimento nel mercato azionario italiano. Perciò lo stile risultante dalla *style analysis* è considerato gestione attiva. Esso è cioè la conseguenza di una scelta, intenzionale o no, di *asset allocation* all'interno della borsa italiana.

L'analisi dello stile dell'investitore offre un valido aiuto nella ricerca dell'appropriato *benchmark*. Questo dev'essere in grado di catturare lo stile dell'investitore, la sua abituale esposizione alle classi di attività, senza però inglobare il valore aggiunto da lui creato. Utilizzando la dicotomia *style-selection* proposta da Sharpe si può distinguere la gestione passiva da quella attiva dicendo che la prima fornisce uno stile d'investimento mentre la seconda fornisce sia lo

⁶ Vedi Bodie, Kane e Marcus [1989], cap. 24, p. 818.

⁷ Per un approccio al problema della *performance measurement* che non richiede l'uso di *benchmark portfolio*, vedi Grinblatt e Titman [1993].

style che la *selection*.⁸ Il rendimento aggiuntivo offerto dalla gestione attiva può essere allora definito come la differenza tra il rendimento totale del fondo e quello di un portafoglio a strategia passiva con lo stesso stile, chiamato *style benchmark*.

Lo *style benchmark* è basato sulle informazioni disponibili al pubblico riguardanti il processo d'investimento del *manager*. Per esempio, il *manager* può dichiarare d'investire in titoli a bassa capitalizzazione e con quozienti P/U inferiori ad un determinato valore (stile *small-value*). Oppure può avvisare di non seguire le aziende di un particolare settore merceologico o di comporre i titoli nel portafoglio in maniera *equally weighted*. Altri aspetti del suo processo d'investimento, riferiti al modo di individuare i titoli che rappresentano opportunità di mercato, sono invece esclusi dal *benchmark*.

Poiché la gestione attiva è valutata per la *selection*, cioè per il rendimento in eccesso allo *style benchmark*, quest'ultimo non deve contenere informazioni di valore ossia non si deve supporre che generi *extra* rendimenti, tenuto conto del rischio e dei costi di gestione, altrimenti tali informazioni andrebbero incorporate nell'*active portfolio*. In altre parole la scelta dello stile d'investimento non dovrebbe dare *a priori* alcun vantaggio o svantaggio rispetto ad una gestione passiva. I risultati associati *ex post* allo stile d'investimento non vanno quindi attribuiti alla gestione attiva ma piuttosto al risparmiatore che ha scelto il fondo con quello stile. Il costo della gestione attiva è commisurato all'abilità di *selection* fornita.

Per quanto riguarda l'Italia però, visto che non viene dichiarato lo stile ma esso rimane una scelta strategica del *risk manager* del fondo, anche la scelta degli stili deve rientrare nella gestione attiva. Essa infatti caratterizza le *performance* del comitato di *asset allocation*.

Nella specificazione dello *style benchmark* bisogna tener conto di un'importante proprietà che dev'essere soddisfatta:⁹ il rendimento della parte attiva della gestione (la *selection*) dev'essere incorrelato con quello dello *style benchmark*. Questo implica che il *beta* del portafoglio complessivo rispetto al *benchmark* deve assumere valore unitario. Infatti, scomponendo il rendimento del portafoglio (P) in quello dello *style benchmark* (B) e della parte attiva (A), si può scrivere:

⁸ Sharpe [1992], p. 16.

$$P = B + A.$$

Per definizione:

$$\beta (P, B) = \text{Cov} (P, B) / \text{Var} (B)$$

e:

$$\text{Cov} (P, B) = \text{Cov} [(B + A), B] = \text{Var} (B) + \text{Cov} (A, B).$$

Data la proprietà di ortogonalità del *benchmark* sopra richiamata,

$$\text{Cov} (A, B) = 0$$

e quindi:

$$\beta (P, B) = 1.$$

I risultati ottenuti dagli investitori azionari sono in realtà spesso valutati con riferimento all'indice di mercato, prescindendo dallo stile d'investimento adottato. Sia X la differenza tra il rendimento del portafoglio complessivo e della *proxy* di mercato:

$$X = P - M.$$

Il suo valore atteso sarà:

$$E (X) = E (P) - E (M).$$

La variabile P a sua volta può essere definita come:

$$P = M + (B - M) + A$$

dove M è la componente sistematica del portafoglio e $(B - M)$ è la deviazione dovuta allo stile, spesso chiamata *misfit*. Data la condizione di non valore del *benchmark*:

$$E (P) = E (M) + E (A).$$

Si ottiene quindi:

$$E (X) = E (A).$$

Riguardo alla variabilità dei rendimenti, si può scrivere:

⁹ Tierney e Bailey [1995], p. 28.

$$\text{Var}(X) = \text{Var}(P - M) = \text{Var}[(B - M) + A] = \text{Var}(B - M) + \text{Var}(A).$$

L'ultimo passaggio segue dalla proprietà di ortogonalità del *benchmark*, per cui $\text{Cov}(A, B)$ e $\text{Cov}(A, M)$ sono nulle.¹⁰

I due risultati ottenuti:

$$E(X) = E(A)$$

$$\text{Var}(X) \geq \text{Var}(A)$$

indicano il vantaggio di valutare i rendimenti del gestore azionario rispetto ad un appropriato *benchmark* (A) piuttosto che all'indice di mercato (X), avendo nel primo caso, a parità di valore atteso, una variabilità minore o tutt'al più uguale.

Evidenziata l'importanza dello *style benchmark* nella valutazione dei rendimenti, vediamo come questo si può costruire. I metodi per la determinazione dello *style benchmark* sono più d'uno e la loro efficacia varia a seconda del tipo d'investitore e dello scopo del loro utilizzo.¹¹

L'utilizzo dello stile azionario nell'ambito della misurazione e del controllo del rischio richiede, oltre alla condizione di stabilità, una chiara relazione tra gli stili ed il rischio sistematico. Questo significa che i criteri d'identificazione degli stili devono essere legati ai beta dei titoli o alla sensibilità dei titoli ai fattori di rischio.¹²

Con queste premesse, la struttura del rischio di un investimento può essere suddivisa in diversi "strati" a seconda della fonte di rischio, come rappresentato schematicamente in Figura 3.¹³

¹⁰ Il portafoglio di mercato (M) può essere considerato un particolare caso di *style benchmark* (B), per cui la proprietà di ortogonalità tra A e B vale anche tra A e M.

¹¹ Vedi Coggin e Fabozzi eds. [1995], cap. 8 pp. 158-160 e cap. 11 pp. 222-227.

¹² Vedi Coggin e Fabozzi eds. [1995], cap. 13, p. 247.

¹³ Coggin e Fabozzi eds. [1995], cap. 8, p. 156.

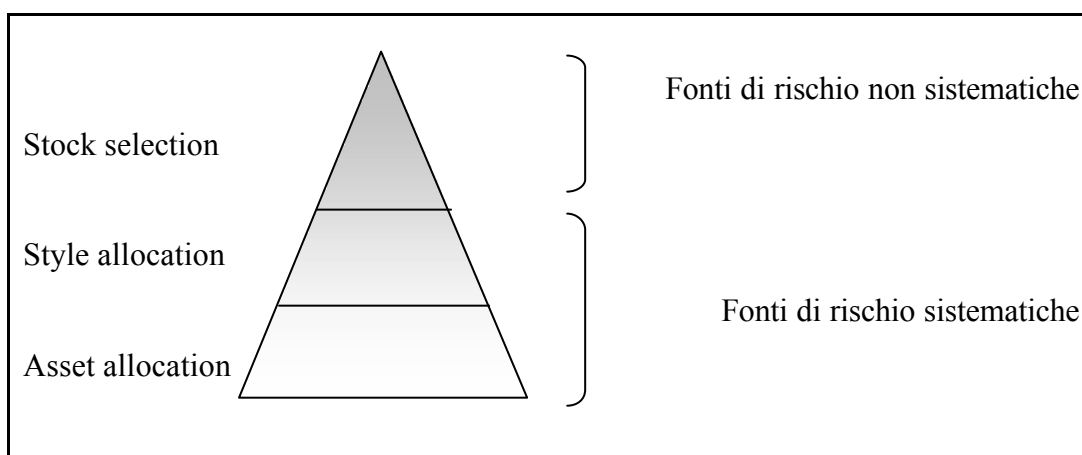


Figura 3 – Stratificazione del rischio.

Le decisioni di *asset allocation* rimangono la principale fonte di rischio e rendimento del portafoglio. Tali decisioni vengono comunemente implementate, soprattutto nei fondi più grandi, da diversi investitori, ciascuno dei quali rappresenta una parte delle attività scelte a livello di *asset allocation*. Il tipo d'investitori ed il loro approccio nella costruzione del portafoglio hanno un impatto nel profilo rischio-rendimento del fondo, provocando a loro volta un effetto sistematico. L'ultimo livello nella struttura del rischio di un investimento è quello legato all'attività di selezione dei titoli, principale strumento della gestione attiva per aumentare il rendimento del portafoglio. La ***style allocation*** costituisce quindi una fonte di rischio intermedia del processo d'investimento, la cui gestione non può che rendere più efficace la pianificazione del rischio complessivo.

La ricerca di rendimenti superiori porta necessariamente la gestione attiva a discostarsi dal *benchmark* del fondo. La differenza in *performance* tra il portafoglio ed il *benchmark* è il *tracking error*, e la sua deviazione standard misura il rischio della gestione attiva. Questa misura è spesso utilizzata dai gestori per mantenere sotto controllo il livello totale di rischio del fondo. Il *tracking error* può essere a sua volta scomposto nel “*misfit portfolio*” e nell’ “*active portfolio*”. Il primo rappresenta lo scostamento tra lo stile del fondo (lo *style benchmark*) ed il *benchmark*, mentre il secondo coglie la differenza tra il portafoglio totale e lo *style benchmark*. Il rischio legato ad ognuno di questi portafogli è misurato dalla volatilità dei loro rendimenti. La Figura 4 visualizza la scomposizione del *tracking error* qui descritta.

A meno che non si sia volontariamente sbilanciato il portafoglio verso un determinato stile, ritenuto ad esempio particolarmente ricco di opportunità, lo stile complessivo del portafoglio dovrebbe coincidere con il *benchmark*. Il *misfit* involontario, se presente, va quindi annullato. Questo può essere fatto riservando una quota del portafoglio allo scopo di riportarne lo stile complessivo nel giusto *benchmark*.¹⁴ Per esempio, il *misfit* di Figura 4 è diviso in “*long*” e “*short*”: il primo indica i titoli presenti nel *benchmark* ma non nello *style portfolio* che, per neutralizzare la differenza, bisognerebbe comprare; il secondo indica quelli presenti nello *style portfolio* ma non nel *benchmark*, che andrebbero invece venduti (si veda Coggin e Fabozzi (1995) per una analisi dettagliata del *misfit*).

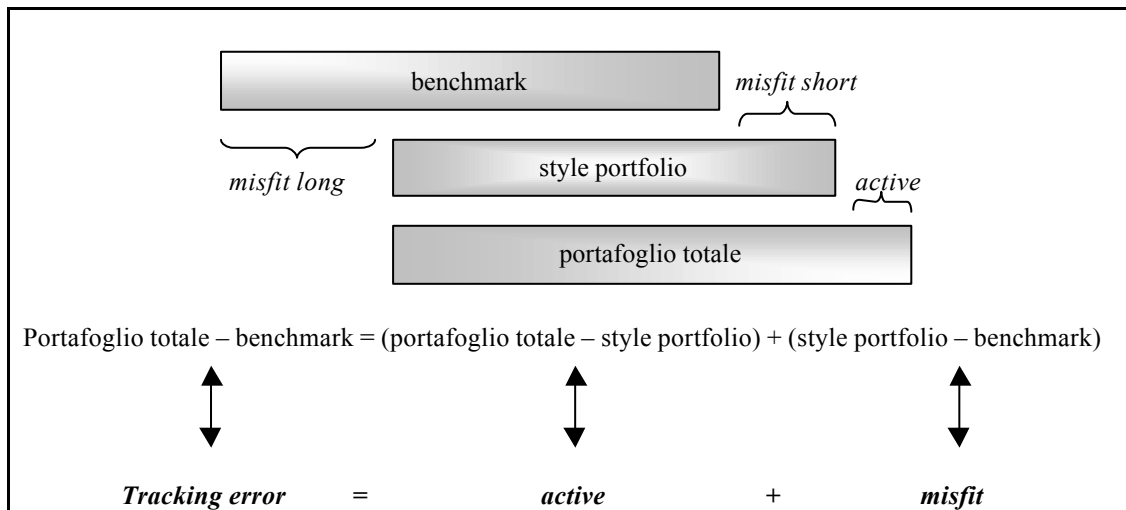


Figura 4 – Decomposizione del tracking error.

Lo *style management* permette così, attraverso l’analisi dello stile dei singoli investitori e del portafoglio totale, nonché tramite la gestione del *misfit*, di controllare ed eventualmente correggere il rischio aggregato del fondo.¹⁵

Nel caso italiano asset allocation e stile devono essere considerati insieme in quanto i fondi non dichiarano il loro *mix* di stili.

L’analisi empirica delle performance dei fondi italiani viene presentata nella Tabella 2¹⁶. Come si può notare, l’osservazione solo della performance assoluta del fondo non ci permette di capire quali siano i punti di forza e di debolezza dei diversi fondi.

¹⁴ A questo tema è dedicato il cap. 8: “The role of completion funds in equity style management”, in Coggin e Fabozzi eds. [1995].

¹⁵ Coggin e Fabozzi eds. [1995], cap. 11, p. 218-221.

Dall'analisi delle performance emerge chiaramente come la classifica assoluta non sia in grado di considerare il fatto che alcuni fondi possono aver rischiato di più ed altri di meno, ma soprattutto non mette in luce le capacità vere e proprie dei diversi fondi, cioè non è in grado di evidenziare se la performance del fondo è stata generata dalle elevate abilità derivanti dall'asset allocation (che comprende per il caso italiano anche la *style allocation*) effettuata dal fondo o dalle capacità di stock selection. Per esempio il fondo S. Paolo Fondo Azioni è quello che presenta la più alta performance in assoluto ma questo risultato non deriva dall'abilità di selezionare in modo appropriato le diverse tipologie di asset e stile quanto dall'elevata capacità di selezionare particolari attività, o addirittura per la sua più elevata capacità di ottenere informazioni rispetto ai concorrenti.

Se invece si analizza il fondo Ducato Azionario Italia si può notare che la performance ottenuta è attribuibile in misura pressoché totale alle scelte di asset allocation e non di portfolio selection.

Queste informazioni sono rilevanti, come già evidenziato in precedenza per effettuare una corretta analisi di *performance evaluation* e per indicare all'investitore i punti di forza e di debolezza dei diversi fondi su cui sta investendo.

¹⁶ L'abilità nel catturare le performance dei fondi è molto elevata in media infatti si ha un R^2 pari a 92 ed una deviazione standard del 4,6.

Nome	assoluta	Class.	Asset alloc.	Class	Stock selec.	Class.
S.Paolo Fondi Azioni	118,30	1	71,40	33	46,9	1
Imi-Italy	97,00	2	81,59	2	15,41	18
Gfondi Azionario Italia	96,69	3	81,21	3	15,48	17
Italy Stock Management	96,00	4	64,55	49	31,45	2
Epta Azioni Italia	94,93	5	74,38	21	20,55	6
Zecchino	94,62	6	74,83	19	19,79	7
Oltremare Azionario	94,60	7	75,06	16	19,54	8
Ducato Azionario Italia	94,54	8	86,38	1	8,16	*
Padano Indice Italia	94,52	9	80,08	4	14,44	21
Venetoblue	93,50	10	71,29	34	22,21	4
Gestielle A	92,69	11	73,49	25	19,2	10
Cisalpinio Azionario	91,64	12	80,03	5	11,61	*
Euromob. Az.Italiane	91,26	13	74,28	22	16,98	12
Zeta Azionario	90,66	14	69,70	39	20,96	5
Azimut Crescita Italia	90,37	15	77,52	7	12,85	*
Gesfimi Italia	89,72	16	67,49	43	22,23	3
Prime Italy	87,70	17	72,16	29	15,54	16
S.Paolo SP Aldebaran	87,54	18	72,78	27	14,76	20
Carifondo Delta	87,44	19	75,25	13	12,19	*
Centrale Capital	86,96	20	70,01	38	16,95	13
Euromobiliare Risk Fund	86,63	21	67,24	44	19,39	9
Galileo	86,59	22	70,39	36	16,2	14
Fondicri Selez. Italia	86,27	23	74,12	24	12,15	*
Gesticredit Borsitalia	85,92	24	75,22	15	10,7	*
ING Sviluppo Azionario	85,52	25	79,19	6	6,33	*
Investire Azionario	85,43	26	72,29	28	13,14	23
Risparmio Ita.Crescita	85,27	27	77,02	8	8,25	*
Fdinvest Piazza Affari	85,17	28	71,45	32	13,72	22
Oasi Azionario Italia	85,17	29	76,54	11	8,63	*
F&F Gestione Italia	85,13	30	75,22	14	9,91	*
BN Azioni Italia	84,83	31	76,46	12	8,37	*
Capitalras	83,20	32	73,39	26	9,81	*
Gestnord Piazza Affari	82,29	33	74,24	23	8,05	*
Capitalgest Azione	82,19	34	66,96	45	15,23	19
Arca Azioni Italia	82,13	35	71,96	31	10,17	*
GepoCapital	80,56	36	64,82	48	15,74	15
Fondersel P.M.Imprese	80,05	37	62,97	53	17,08	11
F&F Lagest Az.Italia	79,57	38	74,92	18	4,65	*
Comit Azione	79,07	39	74,78	20	4,29	*
Roloitaly	78,27	40	68,45	41	9,82	*
RSA Azionario	77,14	41	76,77	10	0,37	*

Nome	assoluta	Class.	Asset alloc.	Class	Stock selec.	Class.
Azzurro	76,77	42	63,43	52	13,34	*
Cliam Azioni Italiane	76,51	43	74,93	17	1,58	*
Aureo Previdenza	76,30	44	70,42	35	5,88	*
Prime Capital	75,78	45	64,33	50	11,45	*
S.Paolo Junior	75,26	46	72,01	30	3,25	*
Quadrifoglio Azionario	74,82	47	62,67	54	12,15	24
Interbancaria Azionario	74,80	48	64,01	51	10,79	*
RSA Small Cap	74,14	49	67,56	42	6,58	*
Comit Plus	73,38	50	56,65	57	16,73	*
Grifoglobal	73,19	51	64,88	47	8,31	*
GenerComit Capital	72,31	52	68,54	40	3,77	*
Lombardo	71,72	53	65,22	46	6,5	*
Mediceo Indice Italia	70,45	54	77,02	9	-6,57	*
Prime Club Azion.Ita.	67,77	55	59,12	55	8,65	*
Risparmio	67,15	56	70,05	37	-2,9	*
Ita.Azionario						
Fondo Trading	66,91	57	57,35	56	9,56	*
Venetoventure	64,35	58	53,63	58	10,72	25

*= statisticamente non significativo

Tabella 2 – Performance dei fondi italiani.

5 – Prospettive della *style analysis*: lo studio della concorrenza.

Le potenzialità della *style analysis* valutate in letteratura sono principalmente rivolte alla gestione dei fondi ed alla misurazione delle *performance*, quindi a scopi gestionali e commerciali.

Un altro utilizzo della *style analysis* che, anche se fin'ora non evidenziato, si ritiene importante per le gestioni patrimoniali è nell'ambito del monitoraggio della concorrenza.

Il fatto che questa tecnica richieda solo informazioni “esterne”, come i rendimenti, la rende facilmente applicabile nei confronti di altre gestioni. Per la propria gestione, l'approccio *return-based* rappresenta un valido punto di partenza nell'analisi dello stile dei diversi investitori e del fondo complessivo, eventualmente integrato da un approccio *portfolio-based* per approfondire la conoscenza del processo d'investimento. Applicata ad altre gestioni, la *style analysis* permette d'individuare, utilizzando solo i rendimenti passati, l'*effective mix* del fondo, e quindi la sua esposizione alle classi di attività considerate. Questo significa ottenere facilmente e velocemente informazioni sugli

investimenti del fondo, individuarne le scelte strategiche di *asset allocation*, controllarne i cambiamenti di stile.

I vantaggi offerti dalla *style analysis* sono evidenti se si riconosce l'importanza assunta dal monitoraggio della concorrenza nella realtà del risparmio gestito. La valutazione delle *performance*, solo per citare un esempio, è spesso riferita al rendimento medio ottenuto dai fondi della stessa categoria, ed è dunque di primario interesse sapere dove stanno investendo i *competitors* e quali siano i loro punti di forza e di debolezza. E' importante sottolineare come sia prassi comune tra i gestori considerare importante non la performance in termini assoluti ma relativamente a quella degli altri fondi. L'idea di fondo è che la diversità venga difficilmente premiata dal mercato, in quanto l'ottenere performance negative in modo coerente con il resto del settore risulta meno penalizzante di quanto lo sia quando il resto del settore ha performance positive.

La determinazione delle classi di attività da includere nell'analisi di correlazione può variare secondo l'aspetto della composizione del portafoglio che si desidera evidenziare. La *style analysis* condotta per i fondi azionari italiani e', per esempio, volta ad individuare lo stile d'investimento adottato dalle gestioni rispetto alle dimensioni crescita e capitalizzazione, utilizzando quindi come classi di attività gli indici di stile *value, growth, large e small*.

La *style analysis* ci permette dunque di captare le strategie d'investimento degli avversari, rivelandoci la loro posizione rispetto al sistema di coordinate desiderato.

La scarsa differenziazione riscontrata tra i diversi fondi azionari italiani rispetto a queste due dimensioni conferma la scelta del non volersi differenziare troppo dagli altri evitando di assumersi rischi non condivisi dal comune "sentiment" del mercato.

Conclusioni

Questo lavoro ha studiato il comportamento dei segmenti del mercato azionario italiano individuati dagli stili *large, small, value e growth* nel periodo 1987–1998 ed ha analizzato le scelte dei gestori dei fondi azionari italiani rispetto ad essi.

L'andamento degli indici di stile, appositamente creati, ha evidenziato come i titoli *large value e large growth* si comportino, in periodi di 36 mesi, in

maniera significativamente diversa sia tra loro sia rispetto al mercato considerato complessivamente, mentre non è presente l'“effetto *size*” rilevato in altri mercati.

Per quanto concerne la valutazione delle performance dei fondi azionari italiani si è evidenziato come il classico approccio seguito nella realtà statunitense è di difficile applicazione alla realtà italiana a causa dell'assenza dei cosiddetti *style index funds*, presenti invece nella realtà statunitense. Tali fondi, replicando passivamente l'indice di riferimento, possono essere validamente assunti come benchmark di riferimento. Il venir meno di tali fondi nella realtà italiana rende la scelta di stile un aspetto peculiare della gestione attiva all'interno della fase di asset allocation e per questo valutata in modo appropriato nella *performance evaluation*.

La tecnica della *style analysis* proposta da Sharpe, qui applicata utilizzando gli indici di stile *large*, *small*, *value* e *growth* si è dimostrata in grado di cogliere la composizione media di portafoglio dei fondi azionari italiani in periodi di 36 mesi. Le scelte dello stile azionario dei gestori considerati non sono, tranne pochi casi, molto diversificate tra loro, risultando in portafogli neutrali rispetto alla dimensione *value-growth* e prevalentemente *large* per capitalizzazione.

La stessa tecnica proposta da Sharpe basata sul metodo return-based, potrebbe essere applicata ad altre strategie di investimento, quali ad esempio quella basata sui titoli della “new economy”. A tal proposito sarebbe interessante fare un'analisi per verificare l'esposizione dei vari gestori a questo “fattore di rischio”. Si tratterebbe, ad esempio, di misurare quanto del rendimento prodotto dai portfolio managers nell'ultimo periodo risulti determinato dalla presenza di questa tipologia di titoli all'interno dei portafogli.

Nonostante le gestioni patrimoniali non dedichino ancora particolare attenzione allo stile d'investimento azionario, questo studio dimostra come, anche nel mercato italiano, ci sia spazio per questo tipo d'indagine e come la *style analysis* possa fornire un semplice ed efficace aiuto nella gestione e nella valutazione del servizio del risparmio gestito.

BIBLIOGRAFIA

- Bodie Z., Kane A. e Marcus A. J., 1989, *Investments*, IRWIN, Boston.
- Christopherson J. A., 1995, "Equity style classification", *Journal of Portfolio Management* 21(3), 32-43.
- Coggin T. D., Fabozzi F. J., eds., 1995, *The handbook of equity style management*, Philadelphia: Fabozzi and Associates Publishing.
- Dimson E. e P. Marsh, 1999, "Murphy's Law and Market Anomalies", *Journal of Portfolio Management*, 25, 2, 53-69.
- Fama E. F., French K. R., 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.
- Fama E. F., French K. R., 1995, "Size and book-to-market factors in earnings and returns", *Journal of Finance* 50, 131-155.
- Fama E. F., French K. R., 1996, "Multifactor explanation of asset pricing anomalies", *Journal of Finance* 51, 55-83.
- Fama E. F., French K. R., 1997, "Value e growth investing around the world", *London Business School Seminar Paper*.
- Fama E., MacBeth J., 1973, "Risk, return and equilibrium: empirical tests", *Journal of Political Economy* 81, 607-636.
- Ferretti R., Murgia M., 1990, "Le performances dei fondi comuni d'investimento italiani", *Finanza Imprese e Mercati* 2(1), 109-140.
- Grinblatt M., Titman S., 1993, "Performance measurement without benchmarks: an examination of mutual fund returns", *Journal of Business* 66 (1), 47-68.
- Sharpe W. F., 1992, "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management* 18 (2), 7-19.
- Tierney D. E., Bailey J. V., 1995, "Benchmark orthogonality properties", *Journal of Portfolio Management* 21 (3), 27-31.

APPENDICE A

A.1 Il modello.

Per quanto riguarda il caso italiano, si è analizzato lo stile d'investimento dei gestori dei fondi comuni catalogati come "azionari italiani" e "azionari specializzati Italia". La scelta di questi tipi di fondi è motivata dal fatto che sono quelli che investono la percentuale maggiore del proprio patrimonio nel mercato azionario italiano ed è quindi più probabile che presentino una diversificazione tra gli stili.

La tecnica utilizzata è la *return-based style analysis* proposta da Sharpe,¹⁷ che ha il pregio di individuare lo stile di investimento adottato dal gestore a fronte dell'utilizzo dei soli rendimenti storici del fondo e non di altre informazioni sulla specifica composizione del portafoglio o sul processo di selezione dei titoli dell'investitore. Questa tecnica consiste in un'analisi di correlazione tra la serie storica dei rendimenti del fondo e le serie storiche dei rendimenti di alcuni indici che rappresentano determinate classi di attività. Si tratta di un *asset class factor model* che, espresso in forma vettoriale, è:

$$\underline{y} = Z\underline{\alpha} + \underline{e}$$

dove:

\underline{y} = vettore (Tx1) dei rendimenti del fondo,
 Z = matrice (Txn) dei rendimenti degli n indici,
 $\underline{\alpha}$ = vettore dei parametri,
 \underline{e} = vettore dei residui.

Alle classi di attività è richiesto di essere mutualmente disgiunte e comprendere tutte le possibili opportunità d'investimento. I coefficienti dei diversi indici (gli elementi del vettore $\underline{\alpha}$) devono essere compresi tra zero ed uno e sommare ad uno, così da essere interpretabili come quote di portafoglio investite in ciascuna classe di attività. La stima del modello fornirà il *set* di coefficienti che, soddisfacendo questi vincoli, minimizza la varianza dei residui.

Il metodo di stima qui utilizzato si avvale di una riparametrizzazione, così da ottenere un'ottimizzazione non vincolata. La procedura è la seguente.

Sia \underline{a} il vettore iniziale dei parametri:

$$\underline{a}' = [a_1, a_2, \dots, a_n], \quad n = \text{numero di indici utilizzati nell'analisi.}$$

Il vettore:

$$\underline{v}' = [v_1, v_2, \dots, v_n]$$

è ottenuto dalla seguente riparametrizzazione:

$$\begin{aligned} v_1 &= a_1 / (1 + \exp a_1 + \exp a_2 + \dots + \exp a_n), \\ v_2 &= a_2 / (1 + \exp a_1 + \exp a_2 + \dots + \exp a_n), \\ &\dots \\ v_{n-1} &= a_{n-1} / (1 + \exp a_1 + \exp a_2 + \dots + \exp a_n), \\ v_n &= 1 - \sum_{i=1, \dots, n-1} v_i. \end{aligned}$$

Il vettore dei residui è:

$$\underline{e} = \underline{y} - Z\underline{v}$$

\underline{y} (Tx1) = vettore con la serie storica dei rendimenti del fondo,

Z (Txn) = matrice con le serie storiche dei rendimenti degli n indici considerati.

La funzione obiettivo del problema è:

$$\min_a [\text{Var}(\underline{e})].$$

La soluzione è il vettore \underline{a}^* , cui corrisponde la riparametrizzazione \underline{v}^* .

Gli *output* della procedura sono:

- il vettore dei coefficienti \underline{v}^* ,
- il vettore dei residui $\underline{e}^* = \underline{y} - Z\underline{v}^*$,
- l' R^2 del modello.

Poiché lo stile d'investimento di un gestore può cambiare nel tempo, l'ottimizzazione è effettuata non direttamente sull'intero periodo campionario ma su intervalli di ampiezza costante di 36 mesi traslati trimestralmente.

¹⁷ Sharpe [1992].