

Studio ROCCHI & GHILARDI

Consulenza d'Investimento Indipendente

Via Pallavicino, 21 20145 Milano

Portafogli concentrati per battere il mercato

Da: "Using Concentrated Portfolios to beat the market" di Logan Asset Management Inc., dicembre 2001

"Diversification is a protection against ignorance. But it makes very little sense for those who know what they're doing.

Warren Buffett

Abstract

La grande maggioranza degli *investment managers* ottiene performance inferiori ai propri *benchmark*. Una delle ragioni di questi magri risultati risiede nel fatto che la presenza di numerosi titoli in portafoglio aumenta la probabilità di risultati nella media (*poi peggiorati dall'applicazione delle numerose tipologie di commissioni applicate ndr*). La nostra ricerca indica come una delle vie che gli investitori possono seguire per aumentare le loro chance di sovraperformare il *benchmark*, sia l'investimento in portafogli concentrati.

Se a prima vista un portafoglio concentrato può sembrare maggiormente rischioso, tale rischio viene agevolmente ridotto limitando l'universo di analisi ai titoli *large cap*.

Lo studio mostra come utilizzando questa semplice strategia, sia possibile costruire portafogli value e growth in grado di battere i rispettivi *benchmark* con un *downside risk* inferiore a quella dei *benchmark* stessi.

E' un dato ormai acquisito per gli investitori che un atteggiamento prudente richieda un portafoglio altamente diversificato. Aumentando il numero di titoli in portafoglio, si ritiene che il rischio venga suddiviso su molte entità diverse, minimizzando in questo modo la possibilità che le perdite di un singolo elemento divengano significative perdite per il portafoglio nel suo complesso. La stessa visione è adottata dai gestori professionali, tant'è che quasi sempre troviamo fondi con 100 titoli e oltre nel proprio portafoglio. Ma se può essere corretto ritenere che un'ampia diversificazione difenda da scelte d'investimento errate, quali implicazioni comporta con riguardo al tentativo di battere il rendimento del mercato?

Per rispondere, va in primo luogo verificato se portafogli concentrati siano necessariamente più rischiosi di portafogli diversificati; ciò richiede a sua volta una definizione di rischio.

Vi sono 3 definizioni accettabili di rischio: la deviazione standard dei ritorni di un portafoglio (quanto maggiore la deviazione, tanto maggiore il rischio), la sottoperformance di un portafoglio rispetto al suo *benchmark*, e la probabilità di subire una perdita di capitale.

Ebbene, la diversificazione riduce tutti e tre i tipi di rischio: ma un eccesso di diversificazione garantisce risultati mediocri (quanto più il portafoglio è simile al mercato, tanto più difficile risulterà battere il mercato).

Numerosi studi hanno provato che la maggioranza degli *investment managers* ottiene risultati inferiori al mercato. Una delle ricerche più complete ("Common Sense on Mutual Funds", John Bogle) evidenzia come l'80% dei fondi azionari abbia sottoperformato il mercato nel periodo 1978-1998. Ed è questa la ragione per cui l'investimento in indici passivi si trova ad essere oggi così di moda (*soprattutto in USA, ndr*), poiché in grado di assicurare diversificazione e performance a livello del mercato di riferimento, con costi estremamente contenuti.

Come può dunque un investitore accrescere le proprie chance di battere il mercato? Una delle vie è l'utilizzo di un portafoglio concentrato. Sia questo studio sia il

precedente "The Warren Buffett Portfolio" (Robert G. Hangstrom) indicano che al crescere dei titoli in portafoglio aumenta anche la probabilità di sottoperformare il mercato. La ricerca di Hangstrom sul periodo 1987-1996 mostra come solo il 2% di 3.000 portafogli selezionati con criteri casuali e contenenti 250 azioni ciascuno riesca a battere il mercato, mentre il 25% dei portafogli con solo 15 titoli vi riesca. E' chiaro che così come i portafogli con 15 titoli hanno maggiori probabilità di battere il mercato, altrettante ne hanno di fare peggio.

Assume dunque una centralità critica la selezione dei titoli. Citando Warren Buffett, "...non riesco a capire perché un investitore dovrebbe acquistare dei titoli che sono la sua ventesima scelta, anziché semplicemente aumentare il peso delle sue top choices."

Dato il miglior potenziale dei portafogli concentrati di battere il mercato, è possibile implementare questa strategia cercando al contempo la minimizzazione del rischio? La risposta di questo studio, focalizzata su strategie d'investimento sia value sia growth, è positiva.

Per entrambe le strategie, abbiamo limitato il campo delle società su cui investire alle sole *large cap*. Questo perché la dimensione tende ad essere un buon indicatore di solidità finanziaria e di capacità di superare eventuali momenti difficili. Lo studio compara i risultati di portafogli di diverse dimensioni con quelli di 2 *benchmark* rilevanti per stile di gestione (Russell 1.000 Value e Russell 1.000 Growth), dal 1987 al 2000.

Quanto al portafoglio Value, sono stati costruiti diversi raggruppamenti di titoli (5, 10, 15 ecc.), ribilanciati ogni 6 mesi. I risultati, visibili nel grafico che segue, mostrano come i risultati migliori siano quelli ottenuti con un portafoglio di 10 titoli. Come il numero di titoli aumenta oltre i 20, il rendimento scende convergendo verso quello dell'indice di riferimento.

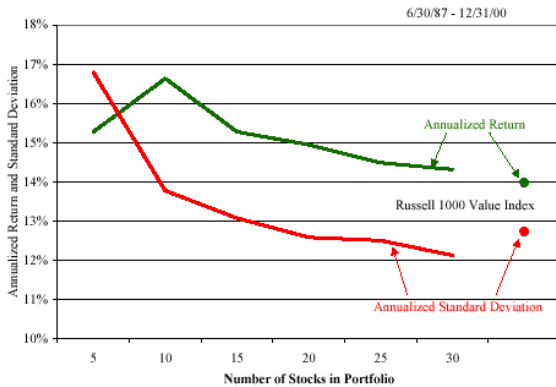
Allo stesso modo, il rischio (misurato come deviazione standard) è più basso fino al portafoglio con 25 titoli, poi cresce convergendo verso quello dell'indice. Questo è coerente con altri studi, che mostrano come sia di

Studio ROCCHI & GHILARDI

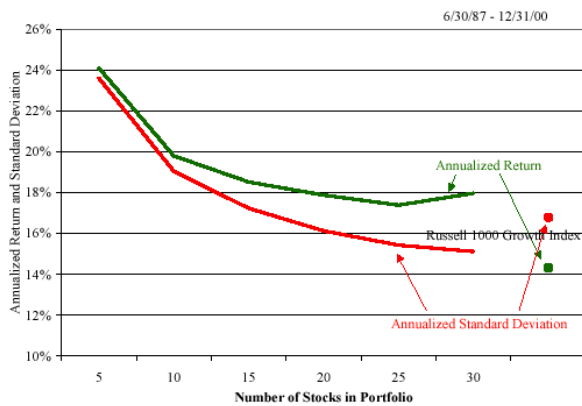
Consulenza d'Investimento Indipendente

Via Pallavicino, 21 20145 Milano

15-20 il numero di titoli necessari per diversificare adeguatamente un portafoglio.



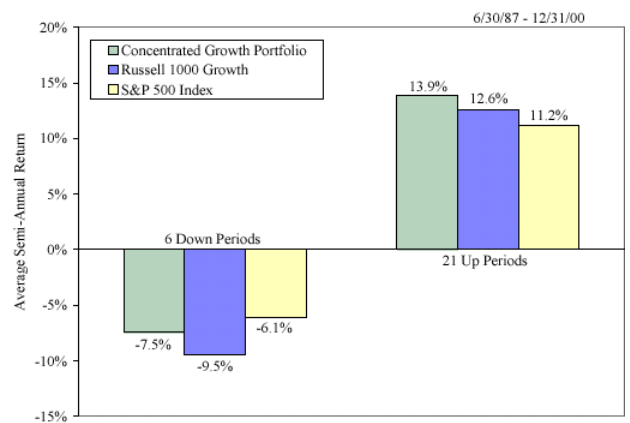
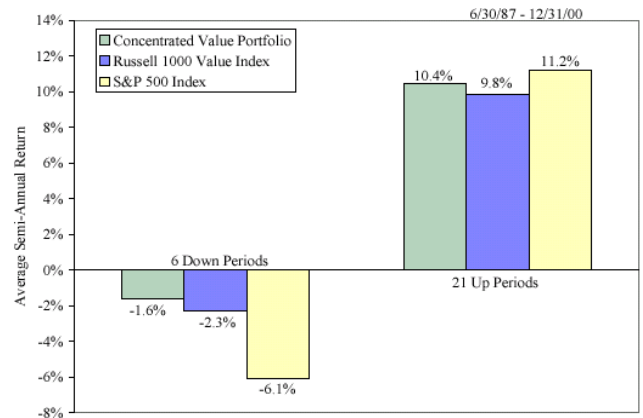
Lo stesso approccio è stato seguito per i titoli growth, con i risultati evidenziati nel grafico che segue.



I risultati sono analoghi ai precedenti, e mostrano come i ritorni siano decrescenti al crescere dei titoli in portafoglio, con un rischio che si appiattisce raggiunti i 25 titoli.

Questi grafici non danno però una risposta al problema della sottoperformance rispetto all'indice su archi temporali diversi. Per realizzare questa analisi, abbiamo considerato i periodi di 3 e 5 anni dal 1990 al 2000, ritenendo che si potessero in questo modo cogliere le caratteristiche di performance di medio lungo termine, senza distorsioni dovute ai movimenti di breve periodo, di bassa rilevanza statistica. Ebbene, i portafogli composti da 15 titoli hanno performato come o meglio dell'indice su periodi di 3 e 5 anni nell'80% dei casi per i titoli value, e nel 100% dei casi per i titoli growth.

Con riguardo alla terza modalità di misura del rischio (probabilità di perdita), nei grafici che seguono viene evidenziata la performance semestrale dei portafogli posta a confronto con gli indici di riferimento, a seconda che si tratti di semestri positivi o negativi dello S&P500.



Nei semestri negativi, il portafoglio concentrato value è sceso in media del 30% in meno rispetto al calo dell'indice di riferimento, mentre nei periodi positivi ha colto gli stessi ritorni. Sempre nello stesso periodo, il massimo declino del portafoglio è stato del 12%, quello dell'indice del 17%.

Quanto al portafoglio growth, nei semestri negativi, il portafoglio è sceso in media del 20% in meno rispetto al calo dell'indice di riferimento, mentre nei periodi positivi ha colto ritorni migliori rispetto all'indice (1,1 volte). Sempre nello stesso periodo, il massimo declino del portafoglio è stato del 16%, quello dell'indice del 26%.

In conclusione, una gran mole di titoli in portafoglio appiattisce i rendimenti verso il benchmark senza diminuire il rischio.