

Un modello di strategia Equity Market Neutral

Rientra nelle tecniche attuate dagli investitori istituzionali ed è una variante della più nota Long-Short Equity: l'Ufficio Studi e Ricerche Consultique l'ha applicata al mercato italiano

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultique

L'investimento nel mercato azionario italiano, per un gestore, significa, ormai da qualche anno, confrontarsi con un indice decisamente sottoperformante rispetto agli altri mercati europei. La creazione di valore sul paniere italiano, quindi, pone realmente delle difficoltà d'investimento, per motivi legati sia alla composizione sia a una fase congiunturale economica che, di fatto, non favorisce certo il nostro listino. In

particolare, per il primo punto, basta pensare che tre comparti (bancario-assicurativo, energia e utility) arrivano a coprire l'80% del listino; in altri termini, i primi 10 titoli arrivano a capitalizzare il 75% del totale. Questi due dati, da soli, indicano una composizione poco diversificata che tende a rendere, da un lato, l'indice più volatile, perché dipendente da pochi titoli/comparti, dall'altro lato, in caso di sottoperformance di quei settori con peso preponderante, il rendimento dell'indice non potrà che essere deludente per l'investitore. Tale rischio si è effettivamente concretizzato (tranne fasi di breve durata) negli ultimi tre anni, in un differenziale di performance *total return*, quindi comprensive di dividendi, significativo: a 3 anni il Ftse Mib ha realizzato un ritorno del -39,24% contro il -9,67% dello Stoxx Europe 600, mentre a 5 anni le rispettive performance si attestano a -49,37% e

La Società

Consultique SIM è una società di analisi finanziaria indipendente ed eroga servizi di consulenza in materia di investimenti a risparmiatori privati, investitori istituzionali ed aziende.

Consultique è leader nell'assistenza a consulenti indipendenti, studi professionali e società di consulenza fee only. Grazie alle competenze accumulate in 10 anni e agli strumenti di cui dispone, Consultique seleziona i migliori strumenti di investimento di gestione attiva, passiva ed alternativi per la creazione di asset allocation personalizzate per i propri clienti. Consultique ha effettuato perizie su 1.500 derivati sottoscritti da aziende ed enti locali; è stata inoltre nominata CTP in una decina di casi di giudizio e consulente tecnico per una Procura della Repubblica.

-17,54% (fonte: Bloomberg, al 31/08/2011). Gli elementi di debolezza del mercato italiano si palesano, come detto, per motivi di "paniere" (mancano, ad esempio, solidi comparti ciclici di titoli industriali, chimici, delle risorse di base, ma anche settori meno legati alla congiuntura, come i beni per la casa e la persona o il *retail*), ma soprattutto per ragioni macroeconomiche, ben conosciute ormai ai più (alto debito pubblico, incertezza politica, bassa crescita economica,

poco supporto agli investimenti e alla ricerca). Questa situazione, poco incoraggiante per un investitore che affronti il mercato italiano, si può tuttavia affrontare con l'approccio multidisciplinare caratteristico del nostro Ufficio Studi e Ricerche Consultique, che individua le migliori opportunità d'investimento anche in un mercato sottoperformante e debole. Tale ricerca deve prendere in considerazione sia aspetti di natura fondamentale sia di natura tecnica (*momentum*), ma anche fattori di *corporate action* del mercato borsistico (M&A, *delisting*). Un approccio multidisciplinare di questo tipo può, effettivamente, supportare il gestore e l'investitore nelle scelte allocative da compiere, ma spesso le dinamiche di mercato impongono di utilizzare oltre alla tecnica dello *stock picking* quella del *market timing*. Infatti, mentre la prima agisce sulla selezione che si realizza all'interno di un paniere di possibilità

d'investimento, la seconda "muove" direttamente l'esposizione diretta al mercato (il cosiddetto *beta*), aumentandola o diminuendola. In determinate fasi di mercato, ad esempio, il gestore può richiedere di annullare, completamente o in parte, la sua esposizione al rischio, mantenendo tuttavia in essere le proprie posizioni (*long*) correnti. Nel caso in cui la scelta sia di una copertura completa, si arriva ad attuare una strategia di tipo Equity Market Neutral (Emn). Essa rientra nelle tecniche attuate dagli investitori istituzionali ed è una variante della più nota Long-Short Equity. Con la modalità *long-short* si fa riferimento a strategie nelle quali possono essere assunte posizioni sia lunghe sia corte sugli strumenti utilizzati. In questo modo, il portafoglio detenuto potrà essere completamente *long* o anche totalmente *short*. La variante Emn presuppone la medesima flessibilità operativa, con la differenza che, in questo caso, le esposizioni lunghe, in termini di controvalore, sono esattamente pari a quelle corte. È una strategia che cerca di ottenere guadagni costanti nel tempo (c.d. ricerca dell'*alfa*), evitando l'esposizione a specifici rischi di mercato. A tal proposito, è bene sottolineare che la neutralità al mercato non implica un'automatica neutralità al rischio. La tecnica in esame non annulla la relazione complessiva tra rischio e rendimento, ma limita l'esposizione a uno specifico rischio rispetto a un altro. Come prima accennato, nei classici portafogli azionari esistono due principali fonti di rischio: la selezione dei titoli operata dal gestore e l'esposizione al mercato che il gestore decide di assumere. La *stock selection* implica incertezza sulle sorti di un particolare titolo. Il rischio di mercato, invece, rappresenta l'incertezza rispetto ai futuri movimenti del mercato nel suo complesso. Poiché i gestori ritengono di poter prevedere l'andamento di un particolare titolo con maggiore precisione rispetto alla tendenza generale del mercato, cercano di annullare i rischi legati al mercato a favore di quelli insiti nella selezione dei titoli. L'avvento degli Etf *short/double short* ha aperto a tutti gli investitori, non solo istituzionali, l'opportunità d'implementare la suddetta strategia senza far utilizzo di prodotti del risparmio gestito "preconfezionati". A ogni modo, le loro carat-

teristiche e meccanismi di funzionamento vanno compresi adeguatamente al fine di sfruttarne opportunamente le potenzialità e comprenderne i limiti. Molti dei benchmark utilizzati da questi Etf, infatti, operano un *reset* giornaliero della leva, così che, per investimenti superiori al giorno, entra in gioco il cosiddetto *compounding effect* (effetto della capitalizzazione a interesse composto), in base al quale la performance dell'Etf *short* (per esempio) può risultare non esattamente inversa a quella del mercato sottostante. Sulla base di queste premesse, vediamo quali sono i passi necessari per implementare una strategia Emn sul mercato italiano.

Il contesto di applicazione è quello di giugno 2011: il Ftse Mib, da febbraio 2011, è sceso da 23.000 a 19.000 punti, avvicinandosi pericolosamente alla soglia di supporto tecnico dei 18.000-18.500 punti. Questa quota è stata già testata al ribasso due volte sostenendo le quotazioni, tuttavia le tensioni sul debito europeo, in particolare quello periferico, cominciano a fare capolino nei titoli dei telegiornali. In particolare, si comincia a intuire che le problematiche riguardanti la Grecia potrebbero non fermarsi al paese ellenico, ma allargarsi al resto d'Europa, soprattutto agli "anelli" deboli come Portogallo, Spagna e anche Italia. Sul finire di giugno, il *sell off* dei titoli bancari italiani conferma questo pensiero: è l'inizio di una fase di estrema volatilità sia sulle banche italiane sia sui titoli di Stato nostrani. In una situazione come questa, l'utilizzo di una copertura sull'indice italiano, nel caso cui la volatilità aumenti ancora e i supporti siano rotti al ribasso, può rappresentare un modo per smorzare efficacemente il rischio di portafoglio. Si parlava in precedenza dei passi necessari alla costruzione del portafoglio Emn sul mercato italiano: il primo è, ovviamente, la selezione dei titoli in posizione *long* da detenere, tramite un criterio ben definito. L'approccio dell'Ufficio Studi e Ricerche di Consultique è, come detto, multidisciplinare, quindi tende a considerare differenti variabili nella selezione dei titoli (vedi tabella 1, pag. 27). Il portafoglio indicato, denominato "Difensivo", è caratterizzato da società azionarie italiane caratterizzate da un business meno esposto al ciclo economico e da un con-

seguinte livello di volatilità dei corsi azionari inferiore a quello dell'indice. La strategia Emn, come descritto, comporta la scelta di posizioni sia *long* sia *short*, in egual misura: sotto tale strategia vi è la scommessa che le posizioni "lunghe" (quindi, i singoli titoli selezionati) registrino una sovraperformance rispetto al mercato. Nel nostro esempio, le azioni scelte devono guadagnare di più (o perdere di meno) rispetto all'indice Ftse Mib. La posizione "corta", che replica, quindi, in modo inverso la performance dell'indice, viene effettuata attraverso l'uso di un Etf *short* sul mercato italiano. L'entità del valore generato da questa strategia dipende dalla capacità del gestore d'individuare le tendenze relative ai vari titoli. La bontà dell'operatività dovrebbe generare rendimenti addizionali costanti nel tempo e far ottenere al portafoglio una volatilità ridotta, che deriva da un'esposizione neutrale rispetto al mercato. Per completezza, possiamo dire che una strategia di questo tipo può anche essere implementata combinando posizioni *short* sui singoli titoli e *long* sull'indice. Il portafoglio costruito comprendeva, quindi, singoli titoli per un 50% del controvalore complessivo e un Etf *short* sull'indice Ftse Mib per il restante 50%. L'esito della strategia, imple-

mentata a fine giugno e valutata a fine agosto, è stato il seguente: mentre il Ftse Mib ha ceduto il 22,91%, il portafoglio Emn ha guadagnato il 6,74%. Il differenziale di rendimento è dovuto sia all'annullamento del *beta* di esposizione al mercato, sia allo *stock picking* effettuato (*alfa*). Inoltre, è da segnalare l'efficace abbattimento della volatilità (annualizzata), che per l'indice è pari al 42,8%, mentre per il portafoglio si riduce al 12,7%. Il rendimento del solo portafoglio *long* (i titoli) è stato, invece, del -11,07% (con una volatilità del 23,36%), nettamente migliore dell'andamento del Ftse Mib, a dimostrazione della buona attività di *selection*. Si precisa che la valutazione dei rendimenti dei portafogli è nella modalità *constant mix*, ossia con il ribilanciamento giornaliero dei pesi. Di seguito, alcuni dati di natura quantitativa: la correlazione tra il portafoglio Emn e l'indice è pari a -0,82 mentre il *beta* è -0,38. Nel caso dei portafogli *equity market neutral*, questi valori, tendenzialmente, in un periodo temporale più lungo, si avvicinano allo zero. Un deciso apporto è stato dato dal *sector picking* che ha privilegiato il farmaceutico, le utility e i beni per la casa e la persona, a scapito di settori molto rappresentati nell'indice, come finanziari e petrolio e gas.

La selezione di azioni italiane presenti nei portafogli Consultique

Titolo	Settore	Peso	P/E 2011	Roe 2011	Sales growth	Ebit growth	Focus on ...
Sorin	Sanità	12,5%	17,3	11,7%	5,1%	15,4%	Basso indebitamento, possibilità di delisting
Snam Rete Gas	Utility	12,5%	12,7	17,3%	3,1%	3,5%	Titolo difensivo, business stabile
Diasorin	Sanità	10,0%	15,9	31,8%	9,9%	10,3%	Alta redditività, debito assente, buona crescita
Luxottica	Beni per la persona	10,0%	19,2	14,9%	7,2%	14,4%	Forza del marchio, elevata crescita, basso debito
Marr	Retail	10,0%	12,2	21,6%	4,4%	4,1%	Alta redditività, basso debito, business difensivo
Zignago Vetro	Industriale	10,0%	12,0	31,7%	5,5%	7,4%	Alta redditività, basso debito, multipli bassi
Recordati	Sanità	10,0%	13,1	18,6%	5,9%	5,4%	Buona redditività, debito assente, business difensivo
Terna	Utility	10,0%	14,7	16,7%	4,6%	3,5%	Titolo difensivo, business stabile
Tod's	Beni per la persona	7,5%	21,4	20,2%	10,1%	13,8%	Alta redditività, debito assente, buona crescita
Edison	Utility	7,5%	-	-0,1%	3,7%	N.d.	Elementi speculativi (Opa sul capitale)
Media valori	15,4	18,4%	6,0%	8,6%			

Fonte: Ufficio Studi e Ricerche Consultique, a fine giugno 2011.

Tabella 1