

Identificativo: SS951001020BAA  
Data: 01-10-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE - Quasi tutti i fondi specializzati su Piazza Affari vantano rendimenti superiori a quello dell'indice  
Il gestore della Borsa italiana brilla anche in virtu' delle azioni estere

Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Le categorie dei Fondi Azionari italiani e dei Fondi Azionari specializzati Italia rappresentano una quota importante del totale del patrimonio dei fondi comuni italiani. A fine settembre rappresentavano oltre il 15% del totale, e il 52% dell'insieme dei fondi azionari.

La differenza fra le due categorie e' nel vincolo categorico, per la seconda, a investire in Italia. Per tutte e due esiste un vincolo minimo al peso delle azioni, 50% per i primi, 60% per i secondi.

I fondi Azionari italiani utilizzano la possibilita' di investire all'estero per circa il 17% del portafoglio, impiegando in azioni estere il 15,2% e il 61% in azioni italiane (a fine agosto).

Il peso delle azioni estere varia molto intorno a questa media: in 9 fondi il peso e' inferiore al 2%, e in 7 fondi e' superiore al 20%, con punte del 48% per Imindustria e del 39% per Primecapital.

Se la presenza di azioni estere negli Azionari italiani ha origine nel loro carattere iniziale di Azionari tuttotfare, la creazione di fondi investiti unicamente in azioni italiane dipende dalla spinta alla specializzazione dei prodotti iniziata negli anni '90. L'idea di base e' che un fondo deve contenere il piu' possibile cio' che e' descritto nell'etichetta, senza eccessive variazioni rispetto alla promessa iniziale; nel caso di un fondo Azionario italiano, il problema di avere o no troppe azioni italiane non e' del gestore, ma di chi vende e compra il fondo. Per questo, gli Specializzati Italia presentano minore variabilita' dei pesi delle azioni italiane, che non scendono mai al disotto del 70% del portafoglio.

Superiori all'indice. Il fatto che stupisce e' l'estrema diversita' di rendimento fra la maggior parte dei fondi e l'indice di mercato. Tutti i fondi, escluso uno, hanno un rendimento superiore.

In parte, questo maggior rendimento e' conseguenza del contributo al rendimento complessivo offerto dai titoli di Stato italiani e dalle azioni estere in portafoglio. I primi hanno avuto un rendimento cumulato nei quattro anni pari al 50% circa, le seconde un rendimento del 70% circa. Un fondo che avesse avuto un portafoglio investito per il 55% in azioni italiane, il 15% di azioni estere e il 30% titoli di Stato, avrebbe realizzato un rendimento pari al 33% in quattro anni.

Se assumiamo che i dividendi percepiti sulle azioni abbiano coperto commissioni e spese di gestione, il rendimento teorico appena calcolato e' abbastanza realistico.

Errori di timing. Ma non si tratta solo di questo. La diversità è confermata nei valori molto alti dell'indice di Sharpe e, soprattutto, nei valori elevati degli indici di selezione titoli. I nostri numeri ci dicono che i fondi migliori sono riusciti a ricavare dalla capacità di selezionare un portafoglio migliore dell'indice di mercato un maggior rendimento pari o superiore all'1% mensile. Meta' di questo extra-rendimento è stato perso per strada a causa degli errori di timing (in parte deliberatamente compiuti, in parte dovuti all'effetto perverso delle sottoscrizioni e rimborsi sul peso delle azioni in portafoglio), ma quel che è rimasto è bastato a garantire ai migliori fondi extra-rendimenti cumulati rispetto al tasso senza rischio dell'ordine del 30% in quattro anni.

Le ragioni. Come spiegare questi numeri così favorevoli? In parte con il contributo dato da dividendi e azioni estere, che hanno aumentato il rendimento del fondo senza aumentarne (dividendi) o addirittura riducendone (azioni estere) la volatilità. In parte, certamente, con la bravura. Il mercato italiano è un mercato meno affollato di altri dal punto di vista delle capacità di analisi e previsione, e dove la ricerca delle <buone azioni>, per quanto poche, può avere ancora senso. Per rendersene conto basta osservare i risultati di una recente ricerca realizzata dalla società Analysis, che ha verificato la capacità di previsione degli utili societari da parte di numerosi uffici studi di banche e finanziarie: fra i primi e gli ultimi ci sono differenze enormi e non casuali.

Ma in larga misura la spiegazione è un'altra: l'indice utilizzato per rappresentare l'andamento della Borsa italiana non è un'immagine realistica delle opportunità d'investimento e di rendimento offerte dalla Borsa italiana (vedi articolo qui sotto).

I risultati. Fatte queste premesse, i risultati dell'analisi non stupiscono. Su un totale di 35 fondi oggetto della nostra analisi, 26 presentano un indice di valutazione globale positivo. Il risultato è ottenuto grazie a valori elevati della capacità di selezione titoli (in 30 casi maggiore di 0) e a valori negativi della capacità di anticipazione del mercato (in 32 casi minore di 0). Dai valori degli indici di diversificazione ci si può rendere conto del diverso grado di specializzazione delle due categorie di fondi. Per gli specializzati italiani, l'indice varia fra un minimo di 85.14 (Largest Azionario Italia) e un massimo di 94.10 (Prime Italy). Ciò significa che mediamente il 90% della variabilità del rendimento di questi fondi è spiegata da variazioni dell'indice di Borsa. Per i fondi azionari non specializzati l'indice di diversificazione assume valori molto più eterogenei: si va dal minimo di 44.51 di Iindustria al massimo di 93.95 di Quadrifoglio Azionario, e ben 11 fondi hanno un valore inferiore all' 80%.

I risultati dell'analisi sono confermati da due misure più semplici di performance: quella assoluta non corretta per il rischio e l'indice di Sharpe. I primi quattro fondi in termini di indice di valutazione globale sono anche i primi quattro in termini di performance totale e per valore dell'indice di Sharpe; gli ultimi sono ultimi comunque. Non sembra, infine, che ci sia connessione fra

dimensione del fondo e rendimento.

La tabella riporta tutti i fondi della categoria presenti da almeno quattro anni e classificati in base al valore dell'indice di valutazione globale.

L'indice di selezione titoli e l'indice di market timing sono le misure di rendimento mensile in eccesso rispetto a quello dei BoT a sei mesi realizzato dal fondo grazie, rispettivamente, alla capacita' del gestore di scegliere alcuni specifici titoli rispetto al paniere dell'indice di mercato (benchmark), e alla capacita' del gestore di anticipare l'andamento del mercato stesso.

L'indice di diversificazione e' la misura in cui i rendimenti mensili del fondo sono spiegati dal rendimento del benchmark. L'indice di valutazione globale e' la somma dei rendimenti mensili realizzati grazie alla selezione titoli e al market timing corretta per il grado di rischio diversificabile assunto. Il rendimento totale del fondo e' la variazione percentuale totale del valore della quota nel periodo considerato. L'indice di Sharpe e' il rapporto fra rendimento mensile in eccesso rispetto a quello dei BoT a sei mesi realizzato dal fondo e la variabilita' (deviazione standard) di questo rendimento. E' una misura sintetica della capacita' del gestore di realizzare piu' o meno rendimento a fronte del rischio totale assunto.

In fondo alla tabella vengono indicati il benchmark, cioe' l'indice di mercato, i cui rendimenti mensili vengono utilizzati come termine di paragone nelle analisi, il suo rendimento totale e l'indice di Sharpe nel periodo.

#### TABELLA-01

##### FONDI AZIONARI ITALIANI

Analisi dal mese di settembre '91 al mese di agosto '95

=====

#### INDICI

Class. Nome fondo -----

Valut. Selez. Market Diversi-  
glob. titoli timing ficazione

=====

1	Salvadanaio azionario	0,41	0,70	-0,19	92,61
2	Centrale Capital	0,31	0,95	-0,44	86,13
3	Euro Junior	0,30	1,05	-0,46	62,81
4	Lombardo	0,29	1,02	-0,50	77,56
5	Quadrifoglio Azionario	0,27	0,39	-0,08	93,95
6	Ing Sviluppo Iniziativa	0,22	0,99	-0,51	76,97
7	Aureo Previdenza	0,18	0,60	-0,25	83,61
8	Fondinvest 3	0,17	0,42	-0,21	92,12
9	Primeclub azionario	0,14	0,41	-0,16	74,05
10	Euromobiliare Risk	0,11	0,50	-0,31	84,11
11	Primecapital	0,10	0,38	-0,18	70,79
12	Genercomit Capital	0,10	0,43	-0,30	88,68
13	Euro Aldebaran	0,10	0,62	-0,46	84,40
14	Risparmio Italia Azionario	0,09	0,68	-0,52	82,72

15	Industria Romagest	0,08	0,07	0,06	89,86
16	Azimut Globale Crescita	0,07	0,70	-0,53	66,06
17	Gestielle A	0,04	-0,11	0,19	86,97
18	Imindustria	0,02	0,40	-0,36	44,51
19	Venture Time	0,00	0,18	-0,17	58,73
20	Interbancaria Azionario	0,00	0,26	-0,26	88,72
21	Cisalpino Azionario	0,00	0,34	-0,35	78,86
22	Gepocapital	-0,01	0,35	-0,36	85,28
23	Capitalgest Azione	-0,04	0,27	-0,32	91,79
24	America	-0,10	0,12	-0,33	55,70
25	Phenixfund Top	-0,10	-0,08	-0,05	93,55
26	Carimonte Azionario Italia	-0,11	0,30	-0,46	73,20
27	Finanza Romagest	-0,11	-0,07	-0,08	91,88
28	Fondo Trading	-0,17	-0,63	0,22	82,43

-----  
=====

Class.	Nome fondo	Rend.	Indice	Patrimonio	
totale di Sharpe (mld)					

-----  
=====

1	Salvadanaio azionario	59,86	0,069	70,5
2	Centrale Capital	61,37	0,074	491,7
3	Euro Junior	76,36	0,143	572,5
4	Lombardo	67,04	0,099	241,0
5	Quadrifoglio Azionario	45,24	0,026	13,9
6	Ing Sviluppo Iniziativa	59,07	0,067	131,0
7	Aureo Previdenza	47,37	0,033	353,9
8	Fondinvest 3	39,11	0,006	328,0
9	Primeclub azionario	48,66	0,035	430,0
10	Euromobiliare Risk	38,95	0,004	122,0
11	Primecapital	44,89	0,020	889,0
12	Genercomit Capital	37,56	-0,006	275,7
13	Euro Aldebaran	38,03	-0,001	418,3
14	Risparmio Italia Azionario	38,49	0,000	785,0
15	Industria Romagest	30,60	-0,014	88,1
16	Azimut Globale Crescita	40,09	0,007	396,0
17	Gestielle A	24,92	-0,024	99,0
18	Imindustria	39,32	-0,011	314,2
19	Venture Time	36,50	-0,030	3,4
20	Interbancaria Azionario	29,71	-0,038	326,0
21	Cisalpino Azionario	29,50	-0,038	313,1
22	Gepocapital	28,82	-0,042	80,0
23	Capitalgest Azione	25,85	-0,052	105,7
24	America	20,84	-0,097	278,0
25	Phenixfund Top	17,18	-0,066	24,3
26	Carimonte Azionario Italia	24,92	-0,089	19,1
27	Finanza Romagest	15,77	-0,070	55,3
28	Fondo Trading	- 2,24	-0,105	5,7

-----  
Benchmark: Indice Mib della Borsa di Milano.  
Rendimento totale: 14,29% - Indice di Sharpe: -0,041  
-----

TABELLA-02

FONDI AZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA

Analisi dal mese di settembre '91 al mese di agosto '95

=====

INDICI

Class. Nome fondo -----

Valut. Selez. Market Diversi-  
glob. titoli timing ficazione

=====

1	Ing Sviluppo Azionario	0,37	1,10	-0,40	88,46
---	------------------------	------	------	-------	-------

2	Lagest Azionario Italia	0,28	0,94	-0,45	85,14
3	Imi Italy	0,25	0,63	-0,22	89,35
4	Prime Italy	0,17	0,27	-0,05	94,10
5	Investire Azionario	0,13	0,56	-0,38	90,06
6	Fondersel Servizi	-0,06	0,28	-0,38	89,16
7	Fondersel Industria	-0,08	-0,01	-0,13	89,05

=====  
 Class. Nome fondo Rend. Indice Patrimonio  
 totale di Sharpe (mld)

1	Ing Sviluppo Azionario	68,27	0,084	596,5
2	Lagest Azionario Italia	58,91	0,066	2147,5
3	Imi Italy	49,52	0,040	1803,2
4	Prime Italy	37,28	-0,001	378,0
5	Investire Azionario	35,64	0,001	184,0
6	Fondersel Servizi	13,85	-0,066	76,0
7	Fondersel Industria	17,46	-0,059	98,0

-----  
 Benchmark: Indice Mib della Borsa di Milano.  
 Rendimento totale: 14,29% - Indice di Sharpe: -0,041  
 -----

#