

Identificativo: SS950618016CAA  
Data: 18-06-1995  
Testata: IL SOLE 24 ORE

## NON SOLO PERFORMANCE

Troppo peso ai titoli italiani negli Azionari a vocazione europea  
Silcio Bencini e Maurizio Murgia

La categoria dei fondi specializzati nell'investimento in azioni europee ha un peso relativamente contenuto sul totale del patrimonio dei fondi italiani: 2.882 miliardi a fine maggio, su un totale di 126.773 miliardi, divisi fra 16 fondi.

Prevalgono, fra i fondi azionari esteri, quelli globali, con oltre 7mila miliardi, e quelli specializzati in investimenti nell'area del Pacifico, con oltre 4mila miliardi. Queste cifre si confrontano con gli oltre 16mila miliardi affidati dai risparmiatori italiani, a fondi azionari o bilanciati italiani.

La scarsa preferenza per i fondi europei e' difficilmente spiegabile sulla base dei risultati. Come si vedra' piu' oltre i risultati di gestione sono stati relativamente buoni, e relativamente migliori rispetto a un indice di mercato che negli ultimi quattro anni si e' comportato meglio del complesso delle Borse mondiali, con un rendimento piu' elevato e un rapporto rendimento/rischio piu' favorevole, ed enormemente meglio della Borsa italiana.

La categoria impone agli appartenenti un doppio vincolo: le azioni devono rappresentare almeno il 60% del portafoglio, e le attivita' italiane non devono rappresentare piu' del 40% del totale. I fondi, insomma, sono spinti ad avere un peso di azioni relativamente elevato (79,8% a fine maggio).

Val la pena di osservare che, nonostante le azioni italiane non pesino piu' del 5% nei benchmark di riferimento delle Borse europee, i nostri gestori tendono mediamente ad essere piu' patriottici (la media del possesso e' 6%) e si spingano fino a un massimo dell'11 per cento. Sulla scelta italiana si possono fare considerazioni diametralmente opposte. Da un lato per un cliente di una societa' di gestione italiana, probabilmente gia' ben fornito di quote di un fondo azionario italiano, non ha senso ritrovarsi ancora le stesse azioni in uno strumento acquistato per diversificazione; d'altro canto, i pesi dei benchmark piu' comuni sono costruiti utilizzando le capitalizzazioni di Borsa (che penalizzano la Borsa italiana rispetto agli altri mercati continentali), mentre spesso i gestori utilizzano benchmark costruiti utilizzando i prodotti interni lordi delle singole economie (col che l'Italia sfigura meno).

La nostra analisi e' limitata a pochi fondi, perche' nove su sedici hanno meno di quattro anni di vita. Dei sette fondi esaminati, ben sei presentano un indice di valutazione globale positivo. Come si puo' vedere, e contrariamente al solito, questo valore ha origine in una capacita' di anticipazione del mercato mediamente positiva, e in

una capacita' di selezione titoli negativa, con l'eccezione di Prime Merrill Europe, per il quale vale, l'opposto.

Anche se non si possono trarre molte conclusioni da questi dati, perche' tutti i coefficienti di selezione titoli non sono statisticamente significativi, la classifica in base all'indice di valutazione globale e' confermata da quella sulla base degli indici di Sharpe e del rendimento totale.

Il buon risultato della gestione e' confermato anche dal confronto con il benchmark. In termini di rendimento totale, solo due fondi lo superano, ma cinque su sette presentano un indice di Sharpe piu' elevato. La capacita' dei gestori non spiega da sola il buon risultato.

Da un lato, vale la solita considerazione sui dividendi, che aggiungono circa il 3% all'anno al rendimento dei fondi e percio' piu' che compensano i costi di gestione e negoziazione. Dall'altro, per i fondi azionari europei, l'analisi da un punto di vista "italiano" nell'ultimo quadriennio risulta particolarmente favorevole.

Infatti, tutte le nostre analisi sono fatte utilizzando come <tasso senza rischio> un rendimento in lire, e precisamente il rendimento netto dei BoT a sei mesi. Ma in realta' l'attivita' alternativa alle azioni estere e' frequentemente un investimento a breve nelle monete in cui sono denominati i vari mercati azionari, attivita' che, negli ultimi anni, ha offerto rendimenti ben piu' elevati dell'investimento in BoT, riparando pero' dal rischio del mercato azionario.

A fine maggio, ad esempio, i fondi europei avevano solo il 4,2% di titoli di Stato e obbligazioni italiane, contro un 5,5% di obbligazioni estere e un 10,4% di altre attivita', presumibilmente non tutte in lire.

In sostanza, nelle extraperformance dei fondi europei che noi misuriamo c'e' una componente cambio che rende difficile distinguere fra il merito della destinazione d'investimento dei fondi, che induce a detenere liquidita' in una forma che negli ultimi quattro anni e' stata particolarmente favorevole, che non dell'abilita' dei gestori.

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 del 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 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 SPECIALIZZATI EUROPA  
(Analisi dal giugno 1991 al maggio 1995)

=====

INDICI

-----

Class. Nome fondo Valut. Selezione Market Diversifi-  
globale titoli timing cazione

=====

1	Genercomit	Europa	0,21	0,03	0,17	92,96
2	Prime Merrill	Europe	0,16	0,44	-0,20	84,48
3	Select	Europa	0,12	-0,27	0,44	83,25
4	Adriatic	Europe Fund	0,12	-0,08	0,24	85,23
5	Gesticredit	Euroazioni	0,08	0,46	-0,37	89,09
6	Azionario Inter.	Europa	0,06	-0,15	0,27	77,30
7	Europa 2000		0,04	-0,11	0,18	80,14
8	Fondinvest	Europa	-0,13	0,01	-0,18	67,41

-----

=====

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

=====

1	78,67	0,136	117,7
2	81,69	0,142	242,0
3	73,37	0,124	149,7
4	73,25	0,122	250,0
5	68,30	0,112	161,0
6	70,30	0,104	269,5
7	64,39	0,094	550,0
8	42,87	0,002	23,0

-----  
Benchmark: Indice Mongan Stanley capital  
international Europa in dollari convertito  
in lire

Rendimento totale: 78,96% -

Indice di Sharpe: 0,116

-----

TABELLA-02

GLI ALTRI FONDI COMUNI A CONFRONTO

=====

Rend. %

Var. % a annuo comp.

12 mesi a 3 anni

=====

FONDI AZIONARI

-----

FONDI AZIONARI ITALIANI

-----

Aureo Previdenza -15,76 16,83  
Azimut Glob. Crescita -12,49 12,88  
BN Capitalfondo \_ \_  
Capitalgest Azione -8,83 7,93  
Carifondo Delta -17,89 26,22  
Carimonte Az. Italia -13,13 5,56  
Centrale Capital -9,21 17,13  
Cisalpino Azionario -14,31 8,65  
Corona Ferrea Az. -1,77 \_  
Corona Ferrea Small Cap. \_ \_  
Euro Aldebaran -14,39 11,56  
Euro Junior -9,37 16,60  
Euromobiliare Risk Fund -11,03 14,52  
Finanza Romagest -17,90 7,04  
Fondicri Selez. Italia -14,41 15,44  
Fondinvest 3 -10,44 12,13  
Fondo America -18,30 2,33  
Fondo Lombardo -10,01 17,94  
Fondo Trading -3,39 3,96  
Galileo -12,47 8,77  
Genercomit Capital -6,04 12,48  
Gepocapital -10,00 10,33  
Gestielle A -10,08 9,13  
Grifoglobal \_ \_  
Imindustria 3,21 13,62  
Industria Romagest -12,95 12,32  
Ing. Sviluppo Iniziativa -12,16 17,75  
Interbancaria Azionario -10,31 10,72  
Oasi Azionario Italia \_ \_  
Phenixfund Top -13,63 7,90  
Primecapital -6,83 13,54  
Primeclub Azionario -6,24 14,74  
Quadrifoglio Azionario -8,59 13,57  
Risparmio It. Azionario -11,64 12,59  
Roloitaly \_ \_  
Salvadano Azionario -6,80 17,84  
Sogesfit Finanza -9,69 \_  
Venetoblue -14,09 \_  
Venetoventure -8,60 \_  
Venture Time -4,58 11,95  
Azionari Italiani -9,48 10,73

-----

FONDI AZIONARI INTERNAZIONALI

-----

Adriatic Global Fund -3,84 14,85  
Arca 27 -5,95 16,13  
Aureo Global 4,01 \_  
Azimut Borse Int. -2,13 \_  
Bn Mondialfondo 0,54 14,05  
Capital Gest Inter. 2,81 9,54  
Carifondo Ariete -7,32 13,87  
Carifondo Atlante -3,67 14,51  
Cariplo Blue Chips \_ \_  
Centrale G7 Blue Chips \_ \_  
Centrale Global 2,09 14,37  
Cisalpino Action 3,72 \_

Cliam Azioni Estere 2,20 \_  
Credis Trend \_ \_  
Ducato Azionario Intern. -1,23 10,81  
Eptainternational 1,38 16,01  
Euromobiliare Capital F. 6,16 12,64  
Fideuram Azione 8,15 16,02  
Fondicri Internazionale 0,99 17,98  
Galileo Internazionale 3,95 12,22  
Genercomit Internazionale 4,80 19,67  
Geode -7,04 \_  
Gesfimi Innovazione 12,56 \_  
Gesticredit Azionario 9,10 15,69  
Gestielle I -6,26 17,84  
Gestifondi Az. Inter. -4,96 \_  
Ing. Sviluppo Indice Glob. 9,68 19,04  
Investire Internazionale 3,19 12,49  
Lagest Azionario Int. 3,33 16,89  
Oasi Azionario Internaz. 1,90 \_  
Performance Azionario 7,71 \_  
Personalfondo Azionario 1,02 13,42  
Prime Global -1,64 17,78  
Professionale Internaz. 4,99 13,37  
Risparmio It. Bilanciato 0,26 14,05  
Sanpaolo H. International 5,69 17,03  
Sogesfit Blue Chips 6,34 14,00  
Tallero -2,65 \_  
Zetastock 11,53 17,45  
Azionari Internazionali 1,97 14,63  
Indice Fondi Azionari -4,87 12,49

-----  
FONDI BILANCIATI

-----  
FONDI BILANCIATI ITALIANI

-----  
Adriatic Multifund -3,75 13,21  
Arca BB -3,21 12,56  
Aureo -6,76 11,71  
Azimut Bilanciato -5,95 15,12  
Azzurro -7,43 10,51  
Bn Multifondo -7,67 6,48  
Bn Sicurvita -8,74 10,20  
Capitalcredit -4,51 11,87  
Capitalfit -6,33 14,02  
Capitalgest Bilanciato -5,51 7,29  
Carifondo Libra -9,37 12,70  
Cisalpino Bilanciato -5,57 9,71  
Comit Domani -9,98 \_  
Corona Ferrea Obbligaz. -1,43 9,52  
Eptacapital -10,81 8,72  
Euro-Andromeda -7,84 11,54  
Euromobiliare Strategic -5,45 13,70  
Fondattivo -2,80 2,54  
Fondersel -4,73 13,61  
Fondicri 2 -5,87 9,00  
Fondinvest 2 -6,34 10,50  
Fondo Genovese \_ \_  
Genercomit 0,29 13,20  
Geporeinvest -4,04 10,93  
Gestielle B -5,64 11,77  
Giallo -7,63 12,06  
Grifocapital -7,18 12,57

Imicapital -0,95 10,44  
Ing. Sviluppo Portfolio -10,78 15,27  
Intermobiliare Fondo -1,94 8,91  
Investire Bilanciato -3,92 14,89  
Mida Bilanciato -8,09 7,62  
Multiras -4,79 12,22  
Nagracapital -10,11 7,84  
Nordcapital -6,83 10,13  
Primerend -5,44 15,62  
Professionale -2,54 12,52  
Professionale Risparmio -5,42 23,00  
Quadrifoglio Bilanciato -0,48 16,65  
Rolomix -9,70 8,62  
Salvadanaio Bilanciato -2,45 16,10  
Silver-Time \_ \_  
Spiga d'Oro -8,30 9,37  
Venetocapital -7,72 9,54  
Visconteo -4,00 13,99  
Bilanciati Italiani -4,74 12,00  
Indice Fondi Bilanciati -3,54 11,84

-----  
FONDI OBBLIGAZIONARI

-----  
FONDI OBBLIGAZIONARI MISTI ITALIANI

-----  
Aureo Rendita 0,51 7,56  
Capitalgest Rendita 5,86 9,47  
Centrale Reddito 3,72 11,04  
Euro-Antares 5,02 8,90  
Euromobiliare Reddito 2,03 10,75  
Fondinvest 1 -0,41 7,97  
Genercomit Rendita 5,68 10,79  
Gestielle M 5,93 9,80  
Griforend 3,23 10,39  
Ing. Sviluppo Reddito 2,03 8,15  
Investire Obbligazionario 3,97 9,19  
Lira d'Oro \_ \_  
Mediceo Reddito 4,76 \_  
Mida Obbligazionario 0,33 8,06  
Money Time 2,51 9,59  
Nagrarend 3,34 9,75  
Phenixfund 2 -0,46 8,82  
Primecash 0,20 7,93  
Rendicredit 3,70 9,57  
Rologest 4,68 9,66  
Salvadanaio Obblig. 4,01 10,24  
Sforzesco 5,40 10,12  
Sogesfit Domani 1,66 8,86  
Veneto Rend 4,50 9,26  
Verde 3,44 10,92  
Obbligazionari Misti Italiani 3,16 9,58  
Obbligazionari Puri Italiani 5,79 10,04

-----  
FONDI OBBLIGAZIONARI PURI INTERNAZIONALI

-----  
Adriatic Bond Fund 10,20 15,41  
Azimut Rendita Intern. 8,06 \_  
Bn Sofibond 5,50 \_  
Carifondo Bond 3,11 \_  
Carifondo Liguria \_ \_  
Centrale Money 8,55 15,12

Cisalpino Bond 13,47 \_  
 Cliam Obbligazioni Estere 18,69 \_  
 Credis Obbligaz. Internaz. \_ \_  
 Ducato Reddito Internaz. 4,66 8,69  
 Epta92 2,36 12,61  
 Fondersel Internazionale 9,41 13,00  
 Fondricri Primary Bond 9,84 \_  
 Gepobond \_ \_  
 Gesfimi Pianeta 9,98 \_  
 Gestielle Bond 14,11 9,64  
 Gestifondi Obbl. Int. 10,20 \_  
 Imibond 19,45 17,30  
 Investire Bond 9,35 \_  
 Lagest Obbligaz. Internaz. 8,25 14,63  
 Oasi Obbligaz. Internaz. 13,60 15,15  
 Oasi Previdenza Internaz. \_ \_  
 Padano Bond \_ \_  
 Performance Obbligaz. 9,88 \_  
 Pitagora Internazionale \_ \_  
 Primebond 2,59 12,35  
 Professionale Reddito Int. 11,15 \_  
 Rolobonds \_ \_  
 Sanpaolo H. Bonds Fund 11,98 \_  
 Scudo 9,13 \_  
 Sogesfit Bond 13,22 \_  
 Zetabond 14,38 16,55  
 Obbligaz. Puri Internazionali 8,47 13,28

-----  
 OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZ. ITALIA BREVE TERMINE  
 -----

Arca BT \_ \_  
 Azimut Garanzia 6,58 8,23  
 Bn Cashfondo 5,01 9,03  
 Capitalgest Moneta 8,28 \_  
 Carif. Carical Monetario 7,36 \_  
 Carif. Carige Monetario 6,14 \_  
 Carifondo Lire Piu' 4,39 10,78  
 Carimonte Monetario \_ \_  
 Centrale Cash \_ \_  
 Centrale Cash C/C 7,00 \_  
 Ducato Monetario \_ \_  
 Eptamoney 5,29 9,59  
 Euromob. Monetario 6,45 10,69  
 Fideuram Moneta 5,84 9,49  
 Fondersel Cash 6,80 \_  
 Fondicri Monetario 4,59 9,61  
 Fondoforte 6,43 9,86  
 Gesfimi Previdenza 6,21 9,78  
 Gestifondi Monetario 7,51 \_  
 Imi 2000 4,91 8,86  
 Ing. Sviluppo Monetario 6,24 \_  
 Investire Monetario 8,60 \_  
 Lagest Monetario Italia \_ \_  
 Marengo 6,55 \_  
 Mediceo Monetario 6,18 \_  
 Monetario Romagest 6,15 11,10  
 Nordfondo Cash 7,31 \_  
 Oasi Crescita Risparmio \_ \_  
 Oasi Gestione Liquidita' \_ \_  
 Performance Monetario 6,45 \_  
 Personalfondo Monetario 4,51 8,01

Primemonetario 5,30 9,04  
 Profess. Monetario Italia \_ \_  
 Rendiras 6,47 9,70  
 Risparmio It. Corrente 4,53 9,86  
 Sanpaolo-Cash 14,72 \_  
 Select Riserva Lire 8,77 \_  
 Sicilcassa Monetario \_ \_  
 Sogesfit Contovivo 6,72 9,20  
 Sogesfit Liquidita' \_ \_  
 Venetocash 7,41 10,43  
 Ob. Spec. Italia breve termine \_ \_

-----  
 OBBLIGAZIONARI SPECIALIZZATI ITALIA  
 -----

Arca MM 5,33 10,16  
 Arca RR 3,67 10,35  
 Cisalpino Cash 6,93 \_  
 Cliam Obbligaz. Italiane \_ \_  
 Cooprend 4,07 7,88  
 Ducato Reddito Italia 4,55 10,96  
 Epta Bond 0,53 10,80  
 Fideuram Security 6,82 \_  
 Fondersel Reddito 1,56 9,06  
 Gesticredit Cash Manag. \_ \_  
 Gesticredit Monete 6,37 9,94  
 Gestiras 3,98 9,32  
 Gestiras Coupon 6,08 10,12  
 Imirend 2,74 9,56  
 Italmoney 3,51 9,81  
 Lagest Obbligazion. Italia 2,80 9,59  
 Nordfondo 6,33 9,41  
 Padano Obbligazionario \_ \_  
 Performance Lira \_ \_  
 Primeclub Obbligazionario -1,56 7,87  
 Professionale Reddito 2,95 10,31  
 Risparmio It. Reddito 3,05 8,85  
 Obbligaz. Specializ. Italia \_ \_  
 Indice Fondi Obbligazionari 5,25 9,74  
 Indice Generale Fondi Italiani 1,25 10,70  
 Indice Generali Fondi Italiani -1,24 10,06

-----  
 N.B.:sono stati esclusi i fondi che hanno meno di un anno di vita  
 Fonte: Banca Fideuram  
 -----

#

#