

# SCOPRIRE I FONDI SEMPRE IN QUOTA

Rendimento e volatilità non bastano per individuare i gestori più costanti nei risultati. Ecco una metodologia che rivoluziona le classifiche. A partire dai flessibili

## Da sapere

### ■ Timing

Termine anglosassone con il quale si indica la capacità (o l'incapacità in caso di esito negativo) di scelta del momento in cui effettuare una determinata operazione finanziaria. Per esempio, investire in un titolo prima di un suo forte rialzo in Borsa significa centrare il timing di acquisto; al contrario, entrare in Borsa alla vigilia di un crollo è un timing errato.

### ■ Money manager

Termine con il quale si indica il gestore di un portafoglio finanziario (fondo comune, sicav, unit linked, gestione patrimoniale, e così via).

Le valutazioni di uno strumento finanziario, sia esso un fondo comune, una gestione patrimoniale in fondi o titoli ovvero un fondo hedge fund, è sempre più importante per riuscire a creare un valore aggiuntivo alle strategie di asset allocation di portafoglio.

Sono sempre più disponibili, anche gratuitamente, serie storiche di tali strumenti finanziari, ma troppo spesso i money manager, per non parlare di promotori finanziari e dei loro clienti, e, addirittura, le società di Rating, guardano quasi esclusivamente alla performance e alla volatilità, prediligendo gli strumenti che nel passato recente hanno dato una performance maggiore, senza analizzare se tale performance ha una persistenza o è frutto di eventi incontrollabili e difficilmente ripetibili.

### LA SCELTA DI TEMPO INFLUENZA IL RISULTATO

Certi strumenti finanziari, soprattutto se il sottostante è di natura azionaria, hanno delle caratteristiche che analizzate in diversi orizzonti temporali o comunque in periodi differenti portano a risultati molto diversi se non ad-

dirittura contrastanti.

Nella tabella sotto si è evidenziato come l'acquisto di un fondo, considerato tra l'altro tra i migliori della sua categoria, effettuato semplicemente un mese prima o dopo può portare a risultati molto differenti, se non addirittura di segno opposto.

Questo semplice esempio denota in primis l'importanza del timing negli investimenti, in quanto semplicemente sbagliando di un mese l'ingresso si hanno dei risultati buoni o pessimi, ma soprattutto deve far riflettere sull'opportunità di considerare la performance come dato determinante per la scelta dello strumento finanziario su cui investire.

### MA LA VOLATILITÀ È IN SU O IN GIÙ?

Un altro parametro molto utilizzato è la volatilità, calcolata dall'intero mondo del risparmio gestito tramite la deviazione standard. Ma come quasi tutti sanno, la deviazione standard non è altro che una metodologia semplice per raggruppare entro un determinato intervallo una percentuale di variazione di rendimenti in modo simmetrico.

Ciò significa che questa metodologia di valutazione non riconosce se il segno di variazione è positivo o negativo, quindi a pari volatilità non corrisponde né pari rischio né pari risultato.

Per fare un esempio specifico, nel grafico in alto di pagina 49 ci sono due fondi comuni che hanno la stessa volatilità annualizzata (su base dati settimanale), pari al 26,89%, ma rendimenti completamente opposti.

Ovviamente chi legge starà pensando che gli esempi citati siano stati opportunamente selezionati, e ha perfettamente ragione. Però ciò non toglie che sia la realtà.

## Guardate che differenza cambiando solo le date

	FONDO COMUNE	ISIN	DATA ACQUISTO		DATA VENDITA		GUADAGNO
1 ANNO	ANIMA AMERICA	IT0001415261	24/12/2003	5,06	24/12/2004	5,37	6,16%
	ANIMA AMERICA	IT0001415262	26/01/2004	5,38	26/01/2005	5,26	-2,12%
3 ANNI	ANIMA AMERICA	IT0001415261	23/04/2001	4,82	23/04/2004	5,31	10,19%
	ANIMA AMERICA	IT0001415262	21/05/2001	5,19	21/05/2005	5,01	-3,45%

E' un esempio, ma efficace per far vedere quanto sia importante il momento di entrata e di uscita

## Come si misura la capacità di ottenere risultati persistenti

Per poter analizzare seriamente uno strumento finanziario sono necessari tutta una serie di indicatori che possono a volte essere contrastanti tra loro, proprio perché ognuno di essi evidenzia e classifica al meglio solo alcune caratteristiche dello strumento stesso.

### QUANTO SI PERDE È IMPORTANTE, MA...

Il primo indicatore molto utile per capire la rischiosità di uno strumento è il Drawdown massimo e di periodo (tipicamente il mese) che non è altro che la percentuale di perdita tra il valore massimo della serie storica ed il valore minimo (ovviamente posteriore).

Sul grafico a destra in basso è visualizzato il Drawdown di due fondi esteri che si sono distinti negli ultimi anni per la loro validità.

Se questo fosse l'unico indicatore di rischio con cui valutare l'investimento, chiaramente il fondo Lemanik Italia ha avuto un drawdown del 15,6% contro un 28,68% del Tricolore Rendment, inoltre la validità della scelta verrebbe confermata anche dalla volatilità annualizzata del 6,92% contro un 12,14%.

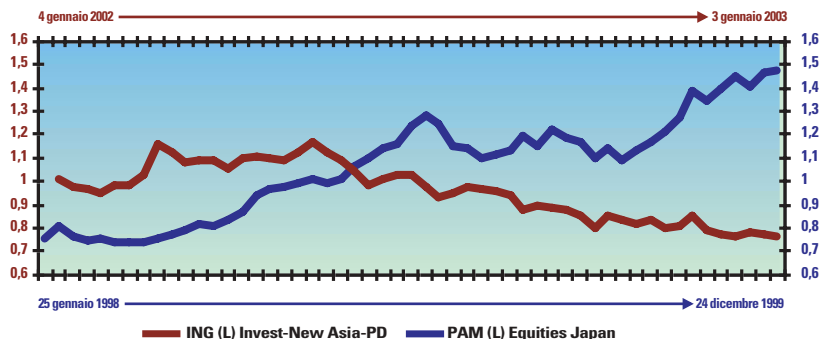
Però è necessario introdurre anche un altro parametro per la corretta valutazione del drawdown: preferireste investire in un fondo che non ha perso mai più del 5%, ma che ci mette 3 anni a recuperare oppure in un fondo che ha perso al massimo il 20% ma lo recupera sempre in sei mesi?

### QUANTO CI VUOLE PER RECUPERARE?

Ne deriva che assume rilevanza il tempo necessario a superare un nuovo massimo (nella peggiore della ipotesi) e anche il tempo medio nell'arco temporale osservato.

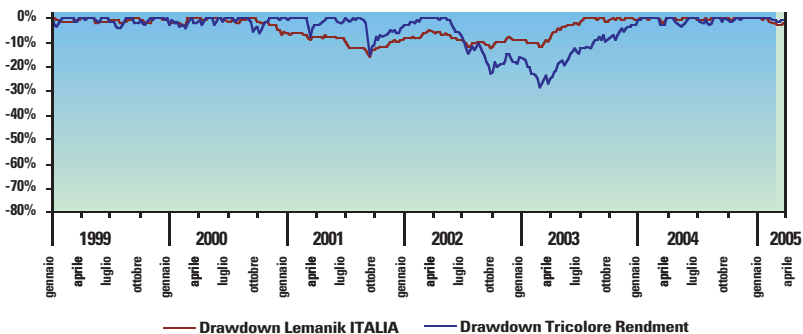
Nell'ipotesi precedente la Sicav Lemanik Italia ha una media di 10,04 settimane per superare il massimo precedente e peggior periodo di 152 settimane, mentre il fondo Tricolore Rendment ha una media per superare il nuovo massimo di 6,28 settimane e il peggior periodo di 86 settimane, ovvero un cliente che ha investito sul primo fondo ha dovuto aspettare praticamente tre anni per tornare al valore di investimento iniziale contro un

## La volatilità non dice tutto



Due fondi con identica volatilità (deviazione standard) ma risultati molto diversi

## Anche i più bravi scendono dai massimi



La perdita rispetto al loro massimo di due fondi particolarmente brillanti

anno e mezzo per il secondo, e questo è indubbiamente un parametro di cui tener conto in fase di valutazione dell'investimento.

Per analizzare un fondo rispetto ad un benchmark (ovvero ad un altro fondo), molto utili risultano le finestre temporali (Rolling Windows) che simulano un investimento ad uno, tre, sei mesi, ad un anno e due anni traslando di mese in mese il punto di partenza.

### ANALIZZIAMO COSÌ I FONDI FLESSIBILI

Una delle applicazioni pratiche e, soprattutto, utili agli investitori dell'analisi basata sulle le finestre temporali (Rolling Windows) adottata dalla Diaman ([www.diaman.it](http://www.diaman.it)), una società di consulenza specializzata nel fornire strategie e servizi sistematici di investimento a banche e Sgr in Italia e all'estero, è l'esame delle singole categorie di fondi d'investimento. L'obiet-

tivo è quello di riclassificare, in base a più parametri e su più finestre temporali, i piazzamenti conseguiti dai gestori in modo da ottenere un punteggio finale che esprima la sintesi della capacità di persistenza dei risultati nel tempo. La categoria messa sotto i raggi X per *Investire* è quella dei fondi flessibili, una categoria di fondi in cui spesso si sono concentrate le critiche degli osservatori. Le ragioni? Si tratta di prodotti che richiedono al sottoscrittore la più ampia delega a favore del gestore, e che dichiarano la massima flessibilità di investimento sia in ambito azionario che in quello obbligazionario. Peccato che questa libertà di azione venga spesso vanificata dal team di gestione con scelte di portafoglio o sbagliate nei tempi o errate nella qualità degli asset in portafoglio o caratterizzate da un ampliamento della volatilità del valore della quota del fondo. L'analisi che ha preso in esame sia i

## La superclassifica dei fondi flessibili: primo il LloydAdriatico

	RENDIMENTO A 1 ANNO	RENDIMENTO A 2 ANNI	VOLATILITÀ MENSILE ANNUALIZZATA	BETA STORICO	ALPHA STORICO	CORRELAZIONE CON INDICE FIDEURAM	PEGGIOR DRAWDOWN	GIORNI MAX PER SUPERARE NUOVO MASSIMO	GIORNI MEDI PER SUPERAMENTO MAX PRECEDENTE	PUNTEGGIO TOTALE FINALE
LLOYD ADRIATICO FLESSIBILE	16,19%	33,93%	20,79%	0,037073566	0,167906475	0,119072533	-21,78%	271	21	100
ANTONVENETA VITA TREND	15,61%	31,75%	20,24%	0,039595171	0,161134905	0,123759909	-21,51%	271	22	97
MC FDF FLEX BEST FUNDS	11,90%	23,23%	7,98%	0,264533479	0,121961001	0,335599229	-8,53%	211	30	94
PHARUS SICAV-FLEX	12,85%	15,92%	8,73%	0,100550477	0,051311686	0,180446257	-8,80%	254	31	88
KAIROS PARTNERS FUND	16,45%	32,92%	7,80%	0,646120091	0,072103327	0,749958798	-27,59%	943	38	83
GAN ITALIA PRUDENTE	8,20%	10,53%	2,96%	-0,321578837	0,035203947	-0,141810894	-3,98%	189	12	81
BDS ARCOBALENO EQUILIBRIO	8,49%	12,31%	5,35%	0,362978712	0,056746773	0,462256075	-5,42%	210	24	79
NEXTRA EUROPEAN EQTY TOT RET	16,04%	30,67%	8,77%	0,126664594	0,010461311	0,165260118	-25,73%	974	75	73
AZIMUT-TREND	14,85%	23,98%	15,18%	0,413342347	0,05875805	0,934097316	-29,71%	984	37	71
GESTIELLE TOTAL RETURN GIAPP	2,65%	11,86%	5,40%	0,376259181	0,051493767	0,310288617	-11,48%	330	66	70
PROFILO BEST FUNDS	7,01%	12,26%	3,03%	0,553348981	0,072983251	0,348802869	-5,64%	199	17	68
SYMPHONIA MULTI - COMP VIVAC	12,82%	23,15%	15,08%	0,051143132	0,000994039	0,116802848	-33,45%	854	59	68
EPSILON QRETURN	14,77%	23,60%	7,84%	0,576115624	0,049290993	0,672443753	-19,63%	711	50	68
ABIS FLESSIBILE	7,33%	4,11%	4,77%	0,005177375	-0,002366668	0,005169067	-4,47%	409	10	66
OBIETTIVO NORDEST SICAV	13,29%	24,40%	11,94%	0,437649771	0,049888818	0,777834421	-27,24%	813	103	64
BDS ARCOBALENO - OPPORTUNITA	6,13%	8,77%	3,43%	0,558669427	0,060173399	0,45543196	-3,36%	198	24	64
VITAMIN MEDIUM TERM	6,59%	9,58%	3,17%	0,652857859	0,069520748	0,505657692	-3,07%	182	17	63
COMPAM FUND-EURO DYN Q/100	12,83%		7,80%	0,367645182	0,052840712	0,795797287	-7,37%	266	32	63
AUREO FLESSIBILE	14,17%	23,51%	13,88%	0,431006371	0,04647917	0,890167423	-29,60%	725	49	62
AGORAFLEX	3,09%	5,01%	7,40%	0,462252666	0,070615757	0,519851747	-9,90%	267	17	62
JB STRATEGY CONSERVAT EURO-B	11,11%	16,02%	3,74%	1,08977179	0,067540309	0,607042833	-14,44%	1138	60	62
GIOTTO LUX FUND-SAFE PORT-I	6,15%	7,68%	2,91%	0,968290779	0,090936894	0,587297792	-2,99%	177	25	62
ANIMA FONDATIVO	6,89%	18,84%	8,69%	0,670121771	0,038021755	0,866630953	-34,22%	1387	163	61
AZIMUT-TREND ITALIA	19,31%	36,36%	18,31%	0,332272405	-0,008325313	0,905775801	-56,70%	1392	211	61
GAN ITALIA DINAMICO	15,45%	30,06%	13,95%	0,178573897	-0,037942951	0,370911871	-48,38%	1260	105	61
VEGAGEST FLESSIBILE	3,66%	6,77%	7,07%	0,791524183	0,096754583	0,862919264	-7,28%	181	15	60
ALARICO RE	22,09%	34,45%	11,19%	0,373344767	0,021360983	0,621692377	-32,13%	917	103	60
SYMPHONIA MULTI - COMP ADAGI	5,82%	8,81%	5,00%	0,093405247	0,024590727	0,070688038	-7,80%	211	32	60
GENERALI RISK	5,35%	10,20%	3,20%	0,710192543	0,075563452	0,582581163	-2,82%	190	19	59
ARCACINQUESTELLE - COMPRTO E	12,89%	21,25%	12,85%	0,103788177	-0,057517913	0,198510644	-49,72%	1257	154	58
EFFE MF - LINEA DINAMICA	8,48%	14,14%	6,17%	0,306252207	-0,007047557	0,281281303	-27,98%	1074	142	58
ARCA MULTIFONDO - COMPARTO F	8,81%	15,52%	11,42%	0,094457726	-0,022751394	0,166257837	-36,29%	865	164	58
INVESTITORI FLESSIBILE	5,97%	11,07%	4,08%	1,284956562	0,10008873	0,781224607	-9,26%	390	23	57
PIXEL MULTIFUND - AGGRESSIVO	10,11%	13,84%	10,84%	0,203130624	-0,039089274	0,327896964	-36,88%	1063	281	57
DUCATO PORT - FLESSIBILE	8,12%	11,71%	6,62%	0,396145105	-0,007328469	0,390625783	-27,84%	1074	379	57
INTESA BOUQUET PROFILO DINAM	5,42%		2,86%	0,410258429	0,045257794	0,32670055	-2,99%	190	28	57
WORLD INVEST-ABSOLUTE RETURN	15,88%	30,43%	11,65%	0,083069262	-0,061045766	0,144094986	-51,91%	1250	98	55

fondi comuni di diritto italiano che le sicav estere autorizzate al collocamento in Italia e persino le linee delle unit linked con gestione flessibile, è stata sviluppata sulla base di 30 classifiche per verificare la persistenza di rendimento, ovvero la ca-

pacità di ottenere dei risultati superiori alla media con costanza. In particolare sono state stilate cinque graduatorie (a 1, 3 e 6 mesi e a 1 e 2 anni) per rendimento, per media di rendimento, in base ai migliori risultati, ai peggiori risultati, due classifi-

che sulla volatilità (mensile annualizzata e ultimo anno), sul Beta (storico e ultimo anno), sull'Alpha (storico e ultimo anno), un confronto in funzione della correlazione con l'indice Banca Fideuram, uno sul peggiore drawdown, uno sul numero di

## Da trenta singole classifiche la graduatoria generale

	RENDIMENTO A 1 ANNO	RENDIMENTO A 2 ANNI	VOLATILITÀ MENSILE ANNUALIZZATA	BETA STORICO	ALPHA STORICO	CORRELAZIONE CON INDICE FIDEURAM	PEGGIOR DRAWDOWN	GIORNI MAX PER SUPERARE NUOVO MASSIMO	GIORNI MEDI PER SUPERAMENTO MAX PRECEDENTE	PUNTEGGIO TOTALE FINALE
UNIPOL TREND	15,40%	20,96%	12,68%	0,421228977	-0,044935697	0,794972857	-53,71%	1262	440	55
GESTNORD OPEN FUND GESTNORD	8,27%	8,10%	7,35%	0,773403085	0,007296125	0,846551465	-21,59%	1006	529	53
CAPITALGEST REDDITO PIU	3,72%	5,51%	1,82%	0,939458633	0,073735256	0,254639106	-1,87%	192	17	53
BIM FLESSIBILE	10,78%	16,95%	10,05%	0,531855063	-0,006618989	0,795646248	-35,59%	1062	127	52
EUROMOBILIARE STRATEGIC	6,23%	18,90%	14,16%	0,428888901	0,007248385	0,904182356	-48,84%	1258	195	52
DWS TREND	6,95%	11,89%	12,72%	0,491985846	-0,018151582	0,931410315	-42,45%	1075	175	52
GESTIELLE TOTAL RETURN AMERI	1,14%	7,87%	4,87%	0,772261325	0,052645359	0,574509282	-11,69%	714	101	51
ROTHSCHILD MULTI - TRND GLBL	3,30%		3,39%	0,495834605	0,021392434	0,452797784	-4,68%	296	48	51
SYMPHONIA SICAV - COMP FORTI	10,84%	29,41%	14,95%	0,352021965	-0,059075986	0,783279671	-71,22%	1297	674	51
GENERALI INSTITUTIONAL EQTY	5,91%	0,37%	15,52%	0,129359782	-0,024838875	0,477667237	-21,15%	359	21	51
NEXTRA TOP DYNAMIC	3,10%	5,40%	7,67%	0,717217666	0,010986776	0,819133954	-24,04%	867	38	50
BIM CORPORATE MIX	3,62%	4,33%	3,59%	1,367778888	0,075209608	0,73108393	-7,54%	518	88	50
RAS OPPORTUNITIES - L	3,96%	4,34%	8,18%	0,647232392	-0,010499723	0,788149063	-37,01%	1215	122	50
BNL STRATEGIA RENDIMENTO	1,65%	4,79%	4,51%	0,784309176	0,061178547	0,526270004	-7,27%	266	27	49
TANK FLESSIBILE			2,72%	0,794789771		0,68522758	-1,44%	51	6	49
BNL FLESSIBILE	7,16%	14,72%	15,69%	0,335346192	-0,058209224	0,782981002	-54,20%	1261	147	49
PROFILO ELITE FLESSIBILE			4,22%	0,545741357		0,777285525	-2,34%	57	10	49
LEMANIK SICAV-FLX STR-CAP R	-6,04%	-1,31%	8,64%	0,240217975	-0,001185326	0,447379108	-16,32%	326	23	48
GRIFOPUS	3,01%		4,52%	0,676541922	0,045713346	0,85155016	-5,64%	332	41	47
CARIPARMA NEXTRA PROT DINA 2	1,82%		1,07%	2,01509829	0,124873394	0,639569917	-0,70%	166	19	47
CAPITALGEST RISK	1,22%	2,27%	8,12%	0,429588119	-0,036162868	0,51930556	-35,89%	1089	55	47
DWS INVEST ALPHA STRATEGY-NC			2,94%	0,146967522		0,143964285	-3,11%	168	38	46
DUCATO FLEX 100	4,42%	3,91%	9,08%	0,631869689	-0,031324997	0,854276505	-40,82%	1387	164	46
GESTNORD ASSET ALLOCATION	6,13%	7,64%	7,50%	0,738904848	-0,01910714	0,824400621	-37,70%	1376	148	45
BIPIELLE FONDIRI FREE	7,25%	10,22%	13,70%	0,453438981	-0,122848174	0,924485483	-71,91%	1387	210	45
PARITALIA ORCHESTRA - C	3,35%	0,61%	9,16%	0,147709479	-0,084207501	0,201441298	-37,39%	1045	276	44
BIPIEMME TREND	4,24%	4,61%	13,23%	0,451955559	-0,066529289	0,889766575	-50,80%	1231	641	44
AAA MASTER FLESSIBILE	-0,25%		2,44%	0,97703915	0,040182466	0,656102607	-5,46%	358	73	44
DWS INV-TOTAL RETURN FLEX-NC	-1,66%		5,52%	0,317551679	-0,009646485	0,481780791	-8,38%	320	53	43
GESTIELLE FLESSIBILE	4,18%	5,17%	5,10%	0,89560204	-0,039051147	0,679600607	-50,08%	1387	184	43
PRIMAVERA TRAD FLES GLOBALE	2,02%	3,13%	7,91%	0,715871695	-0,003852387	0,842923297	-25,08%	867	50	43
ZENIT ABSOLUTE RETURN	4,10%	7,05%	12,67%	0,435083694	-0,08164547	0,820814378	-59,53%	1387	184	42
DWS HIGH RISK	3,16%	5,49%	11,48%	0,535567743	-0,083380434	0,914938495	-61,85%	1387	164	40
SANPAOLO HIGH RISK	4,60%	1,83%	10,92%	0,475641108	-0,111933681	0,773125761	-63,44%	1387	294	39
LEONARDO FLEX	5,55%	10,87%	11,44%	0,468507776	-0,081293423	0,797749249	-60,84%	1258	655	39
NEXTRA OBIETTIVO CRESCITA	1,06%	1,47%	8,03%	0,743010112	-0,060782736	0,888266801	-54,50%	1387	184	39
FIDEURAM FONDI FLESSIBILI INDEX	7,23%	11,42%	6,73%	1	0		-42,15%	1387	210	

giorni massimi per superare nuovo massimo e il numero di giorni medi per superare massimo precedente. Ad ogni piazzamento in classifica è stato attribuito un punteggio e la media dei punteggi ha determinato la classifica finale partendo dai 100

punti assegnati al migliore fondo flessibile in assoluto, Lloyd Adriatico flessibile, il cui responsabile di gestione è Giacomo Campora (vedere intervista a pagina 60) e via di seguito gli altri. Al secondo posto un altro comparto, Antonveneta vita trend

(97 punti), gestito in delega gestionale dal team di asset management di Lloyd Adriatico, mentre sul terzo gradino del podio si piazza MC fdf flex best funds (94 punti) di Mc gestioni di Banca della Rete (gruppo Sara assicurazioni). ■

# «COSÌ OTTENIAMO RISULTATI COSTANTI»

Le strategie del team di gestione del Lloyd Adriatico in testa alla superclassifica dei fondi flessibili

**P**rimo in classifica. Un risultato invidiabile quello conseguito dal team di gestione di asset management di Lloyd Adriatico il cui responsabile è Giacomo Campora. Al quale Investire ha chiesto i segreti del successo e, soprattutto, le società su cui investe.

«L'esordio, nell'aprile 2002, è avvenuto in uno dei periodi recenti più difficili per i mercati finanziari. Ma forse anche per quello abbiamo da sempre puntato ad assicurare una buona performance con una protezione del capitale. Protezione che non deve essere letta come garanzia di copertura in senso stretto ma come strategia di investimento volta a evitare pericoli eccessivi adottando il criterio del cosiddetto rischio produttivo: ovvero quella volatilità accettabile che possa produrre un extra rendimento tangibile rispetto all'investimento in liquidità.

## NIENTE DERIVATI

Il punto di partenza è l'asset allocation. Non abbiamo mai fatto uso di derivati né di leva finanziaria e quindi ci concentriamo sulle tre asset class tradizionali. Oggi le obbligazioni decennali in euro rendono il 3,44% lordo all'anno: a parte il rendimento risicato che non

può certo attrarre (altrimenti perché mai i clienti dovrebbero scegliere una gestione), tale investimento introduce un irrigidimento nel portafoglio in quanto occorre mantenere fino a scadenza il titolo per evitare perdite in conto capitale. La liquidità. Invece, paga il 2% lordo circa: ancora meno dei bond, ma non vincola il portafoglio in quanto ogni tre mesi o al massimo ogni anno consente di disinvestire senza contraccolpi. Azzerata completamente la posizione nei bond, il cash è al 20% e l'equity all'80% che, in generale, è molto attraente. O meglio lo è per i nostri modelli di analisi che valutano la solidità patrimoniale dell'azienda, la sua capacità di crescita e, soprattutto, il rapporto tra prezzo di mercato e valore intrinseco: quando tale rapporto indica uno sconto di prezzo significativo noi comperiamo il titolo.

## GRAZIE A ENI, TIM E AZIMUT

Le azioni Eni, per esempio, le abbiamo acquistate quando quotavano 13 euro e rendevano il 5,75% lordo contro un rendimento del 4% circa del bond decennale euro. Le abbiamo vendute perché il valore intrinseco da noi calcolato è vicino a quello corrente di mercato.



**Giacomo  
Campora**  
LLOYD ADRIATICO  
RESPONSABILE  
ASSET MANAGEMENT

Altri titoli che ci hanno accompagnato nelle performance di questi anni sono Tim, Telecom Italia rnc e Azimut. Quest'ultima è una realtà unica nel panorama europeo, con un management serio che si fa pagare molto bene per i servizi offerti ma che è comunque riuscito a generare ottimi ritorni netti in tasca ai proprio clienti. Noi siamo il primo azionista di Azimut con oltre il 5%. L'abbiamo acquistata in collocamento a 4 euro e abbiamo arrotondato le posizioni quando è scivolata fino a 3,3 euro; oggi resta in portafoglio nonostante sia arrivata a superare quota 5,4 euro perché il nostro modello di valutazione con ipotesi conservativa stima un valore del titolo di 6,3-6,4 euro. Stiamo invece alla lontana sia da titoli solidi ma caratterizzati da un'alta variabilità di prezzo (come per esempio StM) e sia da società in cui la struttura debitoria espone a rapide inversioni di tendenza in Borsa, da crisi a euforia (come nel caso di Impregilo). Così come, per politica aziendale del Lloyd

Adriatico, non investiamo nei titoli bancari coinvolti in situazioni speculative.

## SCOMMESSA SULLE TELECOM

Per i primi due anni (da aprile 2002 alla prima parte del 2004 circa) siamo stati praticamente esposti soltanto in Europa, in quanto abbiamo preferito evitare qualsiasi rischio di cambio. Attualmente abbiamo un 44% in Italia, un altro 44% nel resto d'Europa, un 10% a Wall Street e un 1% ciascuno in Giappone e in Cina. Il settore preferito in assoluto è il telecom (45% del totale), seguito dai finanziari (22%), dai consumi non ciclici (6%), dai ciclici (3,4%), dalle utilities (2,5%) e dagli industriali (1,3%). L'energia pesa soltanto lo 0,3% e rappresenta il più grosso sottopeso insieme ai materiali di base assenti del tutto in portafoglio. Tra i titoli in portafoglio spiccano Telecom Italia rnc, Deutsche Telekom, Vodafone, Generali, Azimut, HVB Hypovereins, Telefonica, Cisco, Verizon, Enel, Nokia, ING, Pfizer, Hermesse, Ericsson, China Mobile, Ntt docomo. Di recente abbiamo preso posizione in Espresso dopo aver visitato il management e in Abn Amro: la società sconta già nei prezzi attuali l'acquisizione del controllo di Antonveneta, paga un dividendo del 4,7% e vanta una solidità patrimoniale forte; ma se dovesse perdere la partita sul controllo di Antonveneta potrebbe ritrovarsi con un surplus di 6 mld di euro, su una capitalizzazione di Borsa di 38 mld di euro, con un possibile generoso dividendo straordinario da pagare.